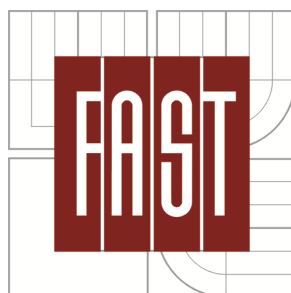




VYSOKÉ UČENÍ TECHNICKÉ V BRNĚ

BRNO UNIVERSITY OF TECHNOLOGY



FAKULTA STAVEBNÍ

ÚSTAV STAVEBNÍ EKONOMIKY A ŘÍZENÍ

FACULTY OF CIVIL ENGINEERING

INSTITUTE OF STRUCTURAL ECONOMICS AND MANAGEMENT

URČENÍ HODNOTY STAVEBNÍHO PODNIKU S OHLEDEM NA JEHO REGIONÁLNÍ POZICI

ASSESSMENT OF CONSTRUCTION COMPANY VALUE
WITH RESPECT TO ITS REGIONAL POSITION

DIPLOMOVÁ PRÁCE
MASTER'S THESIS

AUTOR PRÁCE
AUTHOR

BC. IVANA JAMRIŠKOVÁ

VEDOUCÍ PRÁCE
SUPERVISOR

DOC. ING. BOHUMIL PUCHÝŘ, CSC.

BRNO 2014

ANOTACE

Diplomová práce se zabývá stanovením hodnoty vybraného stavebního podniku působícího ve Zlínském regionu. Práce je rozdělena na část teoretickou a část praktickou. V teoretické části je podrobně rozebrán postup určení hodnoty podniku a také jednotlivé metody, které se pro výpočet hodnoty používají. V praktické části jsou vybrané metody využity přímo k ocenění daného podniku. Rovněž je zde zohledněna aktuální situace na trhu a provedeno srovnání podniku s konkurenčními firmami v daném regionu.

ANNOTATION

The master's thesis deals with the business valuation of the selected construction company operating in the region of Zlin. The thesis is divided into a theoretical and a practical part. The theoretical one analyses company valuation process and methods used for business valuation. In the practical part, selected methods are used for the construction company valuation. The current market situation is taken into account and comparison with competitors in the Zlin region is processed.

KLÍČOVÁ SLOVA

Hodnota podniku, strategická analýza, finanční analýza, finanční plán, metody ocenění, výnosové metody ocenění.

KEYWORDS

Company value, Strategic analysis, Financial analysis, Financial plan, Valuation methods, Revenue valuation methods.

BIBLIOGRAFICKÁ CITACE

Bc. Ivana Jamříšková. *Určení hodnoty stavebního podniku s ohledem na jeho regionální pozici*. Brno, 2014. 103 s., 10 s. příl. Diplomová práce. Vysoké učení technické v Brně, Fakulta stavební, Ústav stavební ekonomiky a řízení. Vedoucí práce doc. Ing. Bohumil Puchýř, CSc..

PROHLÁŠENÍ

Prohlašuji, že jsem diplomovou práci zpracovala samostatně, a že jsem uvedla všechny použité informační zdroje.

V Brně dne 17.1.2014

.....
Bc. Ivana Jamříšková

PODĚKOVÁNÍ

Úvodem diplomové práce bych chtěla poděkovat jednatelům firmy a ekonomickému oddělení společnosti RAPOS, spol. s r. o. za poskytnuté materiály a informace pro dokončení práce.

Zvláště pak děkuji vedoucímu diplomové práce panu doc. Ing. Bohumilu Puchýřovi, CSc. za odborné rady, výbornou spolupráci, trpělivost a strávený čas při konzultacích této práce.

OBSAH

I. TEORETICKÁ ČÁST

1 ÚVOD	7
2 TEORETICKÉ ZÁKLADY OCEŇOVÁNÍ PODNIKU.....	8
2.1 Definice podniku	8
2.2 Hodnota podniku.....	8
2.3 Důvody pro ocenění podniku, základní přístupy	9
2.3.1 Tržní hodnota	9
2.3.2 Subjektivní (investiční) hodnota	10
2.3.3 Objektivizovaná hodnota	12
3 POSTUP PŘI OCENĚNÍ PODNIKU	14
3.1 Sběr vstupních dat.....	14
3.2 Analýza dat.....	15
3.2.1 Strategická analýza	15
3.2.2 Finanční analýza	16
3.2.2.1 Zdroj informací pro finanční analýzu.....	16
3.2.2.2 Analýza absolutních ukazatelů	17
3.2.2.3 Analýza poměrových ukazatelů	17
3.2.2.4 Shrnutí finančního zdraví podniku	21
3.2.3 Analýza a prognóza generátorů hodnoty	23
3.2.3.1 Tržby.....	23
3.2.3.2 Provozní zisková marže.....	23
3.2.3.3 Investice do pracovního kapitálu	24
3.2.3.4 Investice do dlouhodobého provozně nutného majetku.....	25
3.3 Finanční plán	26
3.3.1 Postup při sestavení finančního plánu	26
3.4 Metody používané pro ocenění podniku	27
4 OCENĚNÍ NA ZÁKLADĚ ANALÝZY VÝNOSŮ	29
4.1 Metoda diskontovaného cash flow.....	30
4.1.1 Metoda DCF entity.....	31
4.1.2 Metoda DCF equity.....	33
4.1.3 Metoda DCF APV	34
4.2 Metoda kapitalizovaných čistých výnosů	34

4.2.1 Metoda analytická.....	35
4.2.2 Metoda paušální	36
4.3 Metoda ekonomické přidané hodnoty	36
4.4 Kombinované výnosové metody	37
4.4.1 Metoda vážené střední hodnoty.....	37
4.4.2 Metoda kapitalizovaných mimořádných čistých výnosů	38
5 OCENĚNÍ NA ZÁKLADĚ ANALÝZY TRHU.....	39
5.1 Přímé ocenění z dat kapitálového trhu	39
5.2 Ocenění metodou tržního porovnání	39
5.2.1 Metoda srovnatelných podniků	40
5.2.2 Metoda srovnatelných transakcí	40
5.2.3 Odvození hodnoty podniku z údajů o podnicích uváděných na burzu	41
6 OCENĚNÍ NA ZÁKLADĚ ANALÝZY MAJETKU	41
6.1 Likvidační hodnota	41
6.2 Účetní hodnota na principu historických cen.....	42
6.3 Substanční hodnota na principu reprodukčních cen	43
6.4 Substanční hodnota na principu úspory nákladů	44

II. PRAKTICKÁ ČÁST

7 OCENĚNÍ STAVEBNÍHO PODNIKU.....	45
7.1 Základní charakteristika podniku	45
7.1.1 Historický vývoj a struktura podniku.....	46
7.1.2 Zaměření a působnost podniku	46
7.1.3 Významné zakázky podniku	47
7.1.4 Cenová politika podniku.....	48
7.2 Strategická analýza podniku	48
7.2.1 Analýza makroprostředí podniku	49
7.2.2 Analýza mikroprostředí podniku.....	51
7.2.3 SWOT analýza podniku	53
7.3 Finanční analýza podniku	54
7.2.1 Analýza absolutních ukazatelů	54
7.2.2 Analýza poměrových ukazatelů	57
7.2.3 Výsledné shrnutí finančního zdraví podniku.....	69

7.4 Finanční plán podniku.....	70
7.4.1 Plán výkazu zisku a ztráty	70
7.4.2 Plán rozvahy.....	77
7.5 Vlastní ocenění podniku	82
7.5.1 Výpočet diskontní míry	82
7.5.2 Ocenění metodou diskontovaných peněžních toků entity	84
7.5.3 Ocenění metodou diskontovaných peněžních toků equity	86
7.5.4 Ocenění metodou kapitalizovaných čistých výnosů – paušální metoda ..	87
7.5.5 Ocenění metodou kapitalizovaných čistých výnosů – analytická metoda.	89
7.5.6 Ocenění kombinovanou výnosovou	90
7.5.6.1 Stanovení substanční hodnoty.....	90
7.5.6.2 Výpočet kombinovanou metodou	94
7.5.7 Ocenění metodou účetní hodnoty vlastního kapitálu	95
7.5.8 Přehled výsledků ocenění	95
7.6 Srovnání oceňovaného podniku v rámci regionu	96
8 ZÁVĚR.....	98
9 SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY.....	100
10 SEZNAM OBRÁZKŮ	101
11 SEZNAM GRAFŮ	101
12 SEZNAM TABULEK	102

1 ÚVOD

Diplomová práce se zabývá stanovením hodnoty vybraného stavebního podniku ve Zlínském regionu, které je velmi důležité nejen pro majitele, ale také pro investory a zákazníky. V současnosti má na stavební trh obrovský vliv hospodářská a finanční krize, díky níž je stavebnictví v celkovém útlumu a i ty největší firmy v republice jsou rády za každou zakázku. Proto si myslím, že je oceňování podniků běžnou záležitostí. Pro vedení firmy je tato práce dobrou pomůckou pro plánování jejího dalšího působení a také pro stanovení jejího zlepšení a rozvoje.

Nejčastěji se hodnota podniku určuje jako celku. Je využíváno velké množství metod, ale ty nejběžněji využívané jsou metody výnosové nebo z pohledu majetkového ocenění. Nelze však jednoznačně určit, která z metod je pro daný podnik ideální. Výběr metody je pro každý podnik individuální a vychází ze znalostí chodu a vývoje daného podniku a praktických zkušeností získaných od majitelů a především od ekonomického vedení. Při vypracování diplomové práce mi byly poskytnuty potřebné informace od ekonomické ředitelky stavebního podniku Rapos spol. s r.o.

Práce je rozdělena na teoretickou a praktickou část. V teoretické části je nejprve vysvětleno, proč se provádí ocenění podniků. Dále je zde přehledně rozebrán přesný postup při oceňování a jednotlivé oceňovací metody. Praktická část je zaměřena na ocenění vybraného stavebního podniku Rapos spol. s r.o. Nejprve je provedena strategická a finanční analýza a pro samotné stanovení hodnoty firmy jsou vybrány výnosové metody. V závěru je provedeno srovnání působení a výsledky podniku s regionální konkurencí.

Při vypracování této práce jsem se snažila zohlednit i působení vnějšího prostředí na výkony podniku. Veškeré podklady mi byly poskytnuty z pravdivých zdrojů a praktických zkušeností ekonomického vedení firmy.

I. TEORETICKÁ ČÁST

2 TEORETICKÉ ZÁKLADY OCEŇOVÁNÍ PODNIKU

2.1 DEFINICE PODNIKU

Prvním krokem v diplomové práci je objasnění a definice podniku. Pojem podnik je vymezován v literatuře různě. Podle některých autorů můžeme podnik definovat jako jedinečné, méně likvidní aktivum, pro které existují velmi málo účinné trhy. Tato definice odpovídá situaci a má významné důsledky pro vymezení hodnoty podniku.

Oceňovatelé však využívají definice uváděné v obchodním zákoníku a ten definuje podnik v § 5 jako:

„...soubor hmotných, jakož i osobních a nehmotných složek podnikání. K podniku náleží věci, práva a jiné majetkové hodnoty, které patří podnikateli a slouží k provozování podniku nebo vzhledem k své povaze mají tomuto účelu sloužit. Podnik je věc hromadná...“ [1; s. 13]

Znamená to, že podnik tvoří komplex hmotného majetku, nehmotného majetku a nedílnou součástí je rovněž lidský činitel, tj. pracovní síla se svými znalostmi a zkušenostmi. Všechny tyto složky společně vytvářejí komplex, který umožňuje podniku zabezpečovat činnost, pro kterou byl zřízen. Pro oceňování je podnik komplexem a je třeba brát všechny složky v jednotě a celistvosti. [3; s. 5]

2.2 HODNOTA PODNIKU

Cena je částka požadovaná, nabízená nebo zaplacená za zboží nebo službu. Oproti tomu hodnota je ekonomický pojem označující cenu, na které by se dohodli kupující a prodávající zboží nebo služby, které jsou použitelné ke koupi.

„Hodnota není skutečnost, ale odhad pravděpodobné ceny, která by měla být zaplacená za zboží nebo služby v dané době v souladu s konkrétní definicí hodnoty. Ekonomický pojem hodnoty odráží názor trhu na užitky, které získá ten, kdo vlastní dané zboží nebo získá dané služby k datu ocenění.“ [1; s.17]

2.3 DŮVODY PRO OCENĚNÍ PODNIKU; ZÁKLADNÍ PŘÍSTUPY

Ocenění můžeme chápat jako službu, kterou si zákazník objednává, protože mu přináší nějaký užitek. Tento užitek může mít různou povahu podle potřeb objednatele a cílů, kterým má ocenění sloužit. Na základě toho rozlišujeme ocenění, která vycházejí z různých podnětů:

- koupě a prodej podniku,
- splynutí a sloučení obchodních společností,
- vklad podniku do nově zakládané obchodní společnosti,
- změna právní formy obchodní společnosti,
- uvádění společnosti na burzu,
- poskytování úvěru,
- rozhodování o možnostech sanace a likvidace,
- hodnocení reálné bonity podniku,
- náhrada za vyvlastnění,
- placení daní.

Je velmi důležité shrnout důvody pro oceňování. Nezbytné je si uvědomit, že různé podněty jsou i různým zadáním pro oceňovatele. Různá zadání vyžadují různé metody a vedou k odlišným výsledkům.

Při oceňování hledáme odpověď na tyto zásadní otázky:

- Kolik je za podnik ochoten zaplatit běžný zájemce a kolik bychom dostali na trhu?
- Jakou má podnik hodnotu z hlediska konkrétního kupujícího?
- Jakou hodnotu můžeme považovat za nespornou pro všechny účastníky?

Z tohoto hlediska odvozujeme tři základní přístupy k oceňování podniku:

1. tržní hodnota,
2. subjektivní hodnota,
3. objektivizovaná hodnota. [2; s. 11]

2.3.1 Tržní hodnota

V případě, že existuje trh s podniky, případně trh s podíly na vlastním kapitálu podniků, pak se také na tomto trhu vyskytuje více kupujících a více prodávajících a

vytvářejí se tak podmínky pro vznik tržní ceny. Předmětem odhadu je pak potenciální tržní cena, kterou označujeme jako tržní hodnotu.

Přesná definice tržní hodnoty je: „*Tržní hodnota je odhadnutá částka, za kterou by měl být majetek směněn k datu ocenění mezi dobrovolným kupujícím a dobrovolným prodávajícím při transakci mezi samostatnými a nezávislými partnery po náležitém marketingu, ve které by obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku.*“ [1; s.18]

Při oceňování tržní hodnotou musí oceňovatel provést průzkum trhu a získat veškerá důležitá data pro ocenění a vzít v úvahu fakta, která se tohoto ocenění týkají. Ocenění se také neobejde bez vlastního úsudku oceňovatele.

Tržní ocenění používáme při uvedení podniku na burzu nebo při prodeji podniku, kdy ještě neznáme konkrétního kupujícího, ale stávající majitel chce odhadnout, za kolik by mohl podnik pravděpodobně prodat. Tržní hodnota nám vyjadřuje, co trh očekává v budoucnu a jaká bude hodnota (cena) stavebního podniku. [1; s. 18 - 20]

2.3.2 Subjektivní (investiční) hodnota

Při ocenění subjektivní hodnotou se na podnik soustředíme jako na jedinečné a méně likvidní aktivum v rámci trhu. Mnoho teoretiků v rámci toho potvrzuje, že subjektivní hodnota je velmi jedinečný jev. V této hodnotě se nezaměřujeme na cenu pravděpodobnou na trhu, ale zajímá nás názor jednotlivých účastníků (kupujícího, prodávajícího, současného vlastníka a dalších). Prioritou je tedy individuální názor jednotlivých účastníků transakce.

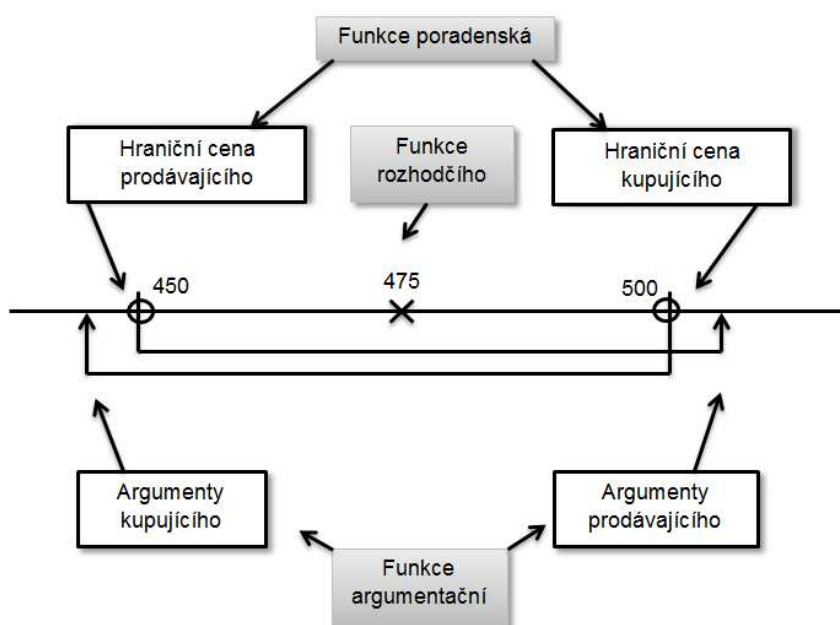
Přesná definice subjektivní (investiční) hodnoty je: „*Investiční hodnota je hodnota majetku pro konkrétního investora nebo třídu investorů pro stanovené investiční cíle. Tento subjektivní pojem spojuje specifický majetek se specifickým investorem, skupinou investorů nebo jednotou s určitými investičními cíli a/nebo kritérii. Investiční hodnota majetkového aktiva může být vyšší nebo nižší než tržní hodnota toho majetkového aktiva. Termín investiční hodnota by neměl být zaměňován s tržní hodnotou investičního majetku.*“ [2; s.14]

Subjektivní ocenění se používá při koupi a prodeji podniku, kdy daný subjekt potřebuje zjistit, zda je pro něj transakce výhodná. Také při rozhodování mezi sanací a likvidací podniku, kdy má stávající vlastník představu, co by chtěl s podnikem ještě

udělat a zda by se tímto hodnota podniku zvýšila. Výhodou je, že finančně vzdělaný člověk si tuto hodnotu může vypočít sám.

Na tomto subjektivním ocenění je založena tzv. Kolínská škola. Ta zastává názor, že ocenění má smysl modifikovat na základě obecných funkcí, které mají ve výsledku smysl jak pro prodávajícího, tak pro kupujícího. Kolínská škola rozeznává několik základních funkcí oceňování (viz. Obr. 1):

- funkci poradenskou,
- funkci rozhodčí,
- funkci argumentační,
- funkci komunikační,
- funkci daňovou.



Obr. 1 – Hlavní funkce oceňování podle Kolínské školy

Cílem daňové funkce je poskytnutí podkladů pro daňové účely. Funkce komunikační poskytuje podklad pro komunikaci s veřejností, především s investory a bankami. Za nejdůležitější je považována funkce poradenská, která informuje kupujícího o maximální a minimální ceně neboli hraničních hodnotách prodávajícího a kupujícího. Maximální cena je cena, kterou ještě může kupující zaplatit, aniž by na transakci prodělal (tzv. hraniční cena kupujícího). Minimální cena je taková, kterou ještě může prodávající přijmout, aniž by na prodeji prodělal (tzv. hraniční cena prodávajícího). Hraniční cena kupujícího by měla být vyšší než hraniční cena

prodávajícího. Hraniční ceny si kupující a prodávající volí individuálně a jsou druhé straně neznámé.

Po poradenské funkci následuje funkce rozhodčí, která plní funkci nezávislého oceňovatele. Tento oceňovatel by měl alespoň odhadnout hraniční ceny účastníků transakce a nalézt spravedlivou cenu v rámci odhadnutého rozpětí. Poslední funkcí je funkce argumentační, při níž hledá oceňovatel argumenty, které mají zlepšit pozici druhé strany a slouží jí jako podklad pro jednání.

Ocenění tímto způsobem se používá při podnikových transformacích např. při fúzích, vkladu podniků ale i prodeji, kde je třeba obhajovat zájmy obou stran. [2; s. 14 - 15]

2.3.3 Objektivizovaná hodnota

V minulosti byla tato hodnota nazývána objektivní. Odborníci se však shodli na tom, že objektivní hodnota neexistuje. Odhadci tedy začali pracovat s pojmem "objektivizovaná". Tato hodnota by měla být postavena na všeobecně uznávaných datech a při jejím výpočtu by měly být dodrženy určité zásady a tyto požadavky:

- Udržení substance – z podniku může být vybráno jen tolik peněžních prostředků, kolik neohrozí jeho majetkovou podstatu (substanci).
- Volný zisk – kolik ze zisku podniku může být vybráno, aby nebyla ohrožena substance.
- Nepotřebný majetek – majetek je rozdělen na část nezbytnou pro provoz a část ostatní. Každou část oceňujeme zvlášť.
- Možnosti změn v podniku – změny jsou uvažovány pouze v rozsahu, který je již v současném stavu obsažen.
- Metoda - metoda musí být jasná a jednoznačná, aby každý další znalec, který bude oceňovat stejným způsobem, došel ke stejným výsledkům.
- Management – očekáváme, že současný management přetrvá.
- Zdanění – zohlednění daně na úrovni vlastníka podniku.

Přesná definice objektivizované hodnoty zní: „*Objektivizovaná hodnota představuje typizovanou a jinými subjekty přezkoumatelnou výnosovou hodnotu, která je stanovena z pohledu tuzemské osoby – vlastníka (nebo skupiny vlastníků), neomezeně podléhající daním, přičemž tato hodnota je stanovena za předpokladu, že podnik bude pokračovat v nezměněném konceptu, při využití realistických očekávání v rámci tržních možností, rizik a dalších vlivů působících na hodnotu podniku.*“ [1; s. 22]

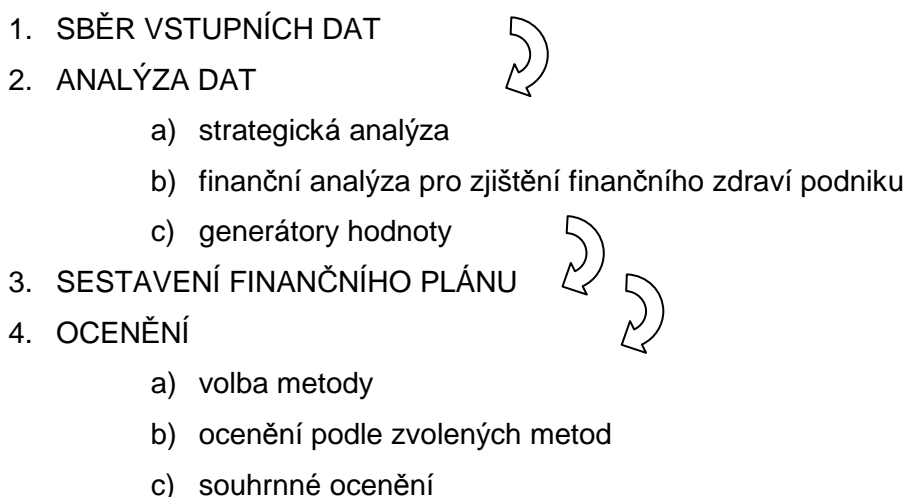
Tento typ ocenění se používá při poskytování úvěru nebo při určování reálné bonity podniku. Objektivizovaná hodnota je založena na současnosti a skutečných faktech k datu ocenění. Tuto hodnotu dokáže odhadnout pouze profesionál, proto se oceňovatelé (odhadci) přiklánějí právě k této metodě. [1; s. 22 - 23]

3 POSTUP PŘI OCENĚNÍ PODNIKU

Před zahájením oceňování podniku je třeba si objasnit účel, za kterým ocenění provádíme a jaká má být výsledná hodnota oceňování. Samotný postup oceňování je náročný a většinou se musí přizpůsobovat na konkrétní podmínky a okolí podniku. Zadavatel, který chce zjistit hodnotu svého podniku, musí být ochoten poskytnout zpracovateli ocenění veškeré potřebné údaje.

Oceňování se provádí více metodami. Výsledná hodnota je uvedena ve výsledné zprávě k danému datu ocenění. Pokud bychom chtěli tuto hodnotu využít po určité době, je třeba ji aktualizovat.

Postup ocenění je vždy třeba modifikovat podle konkrétního podnětu ocenění, dostupných dat a situace. Obecně však můžeme postup znázornit takto (viz. Obr. 2). [1; s. 45]



Obr. 2 – Obecné schéma postupu ocenění podniku

3.1 SBĚR VSTUPNÍCH DAT

Hlavním podkladem pro ocenění podniku je získání vstupních dat, která jsou pravdivá, přehledná a aktuální. Rozsah dat, která jsou shromažďována a následně zpracovávána je velký a pokrývá celé dění podniku. Podklady pro ocenění podniku můžeme rozdělit do dvou základních skupin – interní (podnikové) a externí (vnější). Mezi interní data patří především základní údaje o podniku a to přesný název, právní forma, IČ, předmět podnikání a rozdělení majetkových podílů. Dále také organizační struktura podniku a jeho historie. Další interní a velmi důležitá data se týkají ekonomiky

a hospodaření podniku. Jsou to účetní výkazy za poslední období – rozvaha, výkaz zisku a ztrát a výkaz cash-flow. Důležité jsou také výroční zprávy, budoucí strategie a plány podniku a zprávy od auditorů.

Pro kvalitní ocenění je třeba mít nejen informace z podniku, ale také z vnějšího prostředí, ve kterém podnik funguje, tj. makroekonomické prostředí a odvětví, do něhož podnik patří. Můžeme říct, že se jedná o informace týkající se trhu a konkurence. [3; s.15 a 272 - 276]

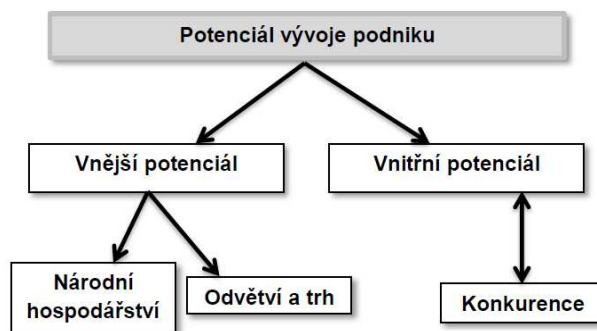
3.2 ANALÝZA DAT

V rámci analýzy dat je nutné vždy provádět strategickou analýzu a analýzu finanční. Ta může být mírně modifikována v rámci vybrané metody ocenění. Analýzou a prognózou generátorů hodnoty by se měl oceňovatel také vždy zabývat, čímž prokáže dlouhodobou perspektivu podniku. Jednotlivé analýzy budou charakterizovány dále.

3.2.1 Strategická analýza

Strategická analýza je klíčovou fází oceňovacího procesu. V současné době však na ni bohužel není kladena patřičná důležitost, přičemž je velmi důležitým předpokladem věrohodnosti výsledného ocenění. Hlavní funkcí strategické analýzy je vymezit celkový výnosový potenciál oceňovaného podniku. Ten je závislý na potenciálu vnějším a vnitřním, kterým podnik disponuje.

Vnější potenciál vyjadřují šance a rizika., které nabízí podnikatelské prostředí (odvětví, trh), v němž se oceňovaný podnik pohybuje. Při analýze vnitřního potenciálu jde o to zjistit, do jaké míry je podnik schopen využít šance vnějšího prostředí a čelit rizikům. Vyjádřením vnitřního potenciálu je souhrn hlavních silných a slabých stránek podniku. Také klade důraz na otázku, zda má podnik nějakou konkurenční výhodu.



Obr. 3 – Analýza vývoje potenciálu podniku

Cílem strategické analýzy je získání konkrétních výsledků. Toho dosáhneme odpovědí na tyto tři základní otázky:

- „*Jaké jsou perspektivy podniku z dlouhodobého hlediska?*“
- „*Jaký vývoj trhu, konkurence a především vývoj podnikových tržeb lze v souvislosti s odpovědí na první otázku očekávat?*“
- „*Jaká rizika jsou s podnikem spojena?*“

Odpovědi na tyto otázky mohou mít různý charakter. První otázkou si zodpovíme dlouhodobou působnost podniku a jeho perspektivu na trhu. Zda je podnik schopný běžného chodu a jaká rizika pro něj existují. Druhá otázka odpovídá na vývoj tržeb za předpokladu životnosti podniku. V rámci třetí otázky po vyhodnocení předchozích dvou stanovíme největší rizika pro podnik.

V rámci této analýzy provádíme analýzu tržního potenciálu, v níž si utřídíme základní data o trhu – analýza minulosti a budoucí vývoj národního hospodářství a analýza odvětví a relevantního trhu. Dále provádíme analýzu vnitřního potenciálu – odhad fáze životního cyklu firmy, posouzení zdrojů firmy, kapacit a personálu a využití tržního potenciálu podniku. Posledním krokem je analýza konkurenční situace – odvození hlavních konkurentů, posouzení situace podniku vzhledem ke konkurenci a prognóza podílu oceňovaného podniku na trhu. [1; s. 48 - 82]

3.2.2 Finanční analýza

Finanční analýza podniku je metodou pro hodnocení finančního hospodaření podniku. Při tomto hodnocení se získaná data třídí, agregují, poměřují mezi sebou navzájem, kvantifikují se vztahy mezi nimi, hledají se kauzální souvislosti mezi daty a určuje se jejich vývoj. Zvyšuje se tímto vypovídající schopnost zpracovávaných dat a tím i roste jejich informační hodnota.

Finanční analýza je zaměřena na identifikaci problémů podniku a jeho silných a slabých stránek. Informace získané pomocí finanční analýzy nám umožňují dospět k určitým závěrům o celkovém hospodaření a finanční situaci podniku a také představují podklad pro rozhodování jeho managementu. [4, s. 10]

3.2.2.1 Zdroje informací pro finanční analýzu

Základními informačními zdroji pro finanční analýzu je především účetní závěrka podniku, která obsahuje rozvahu, výkaz zisků a ztrát a výkaz cash flow.

Dále jsou to také veškeré informace o vlastnících, produktech, technologiích, dodavatelích a odběratelích, struktuře a počtu zaměstnanců.

Doplňujícími údaji mohou být například zprávy o celkové situaci na trzích (finančních, produktů, materiálu, práce) a také informace statistického charakteru z odborného tisku, nebo přímo ze zdrojů státem zpracovávaných statistik. [4, s. 11]

3.2.2.2 Analýza absolutních ukazatelů

Absolutní ukazatelé jsou stavové a tokové veličiny tvořící obsah účetních výkazů. Stavové veličiny najdeme v rozvaze, kde je hodnota majetku a kapitálu uvedena ke konkrétnímu datu. Veličiny tokové můžeme najít ve výkazu zisků a ztrát a ve výkazu cash-flow. Vyjadřují objem např. tržeb, kterých bylo za určité období dosaženo. Pomocí těchto absolutních ukazatelů provádíme analýzu horizontální a analýzu vertikální.

Vertikální a horizontální analýzu je dobré doplnit i rozbořem dodržování bilančních pravidel.

Horizontální (vodorovná) analýza sleduje vývoj položek účetních výkazů v čase. Hodnotí také stabilitu a vývoj z hlediska přiměřenosti ve všech položkách a sílu vývoje. Tato analýza nám pomáhá najít odpověď na otázku: Jak se mění příslušná položka v čase?. Změny jednotlivých položek výkazů se sledují po řádcích, horizontálně, a proto je tato metoda nazývána horizontální analýzou absolutních dat.

Vertikální (svislá) analýza sleduje proporcionalitu položek účetních výkazů vůči základní veličině. Odpovídá nám na otázky: Mění se při vývoji firmy vzájemné proporce jednotlivých položek?, Je struktura majetku, kapitálu i tvorby zisku stabilní, nebo dochází k nějakému vývoji?.

Při vertikální analýze posuzujeme jednotlivé části majetku a kapitálu, tzv. strukturu aktiv a pasiv podniku. Ze struktury aktiv a pasiv můžeme posoudit, jaké je složení hospodářských prostředků potřebných pro výrobní a obchodní aktivity podniku a z jakých zdrojů byly pořízeny. Na schopnosti vytvářet a udržovat rovnovážný stav majetku a kapitálu závisí ekonomická stabilita podniku. [4, s. 14 - 16]

3.2.2.3 Analýza poměrových ukazatelů

Finanční poměrové ukazatele charakterizují vzájemný vztah mezi dvěma nebo více absolutními ukazateli pomocí jejich podílu. Nejčastěji vycházejí z účetních dat (rozvahy

a výkazu zisků a ztrát). Údaje zjištěné z rozvahy mají charakter stavových ekonomických veličin. Naproti tomu údaje z výkazu zisků a ztrát jsou veličiny tokové.

Poměrové ukazatele jsou nejoblíbenější a také nejrozšířenější metodou finanční analýzy. Umožňují nám získat rychlý a nenákladný obraz o základních finančních charakteristikách podniku. Dá se říct, že jsou takovým pomocníkem analýzy a interpretace jevů. Můžeme je chápat jako určité síto zachycující oblasti, které vyžadují hlubší analýzu. [4, s. 18 - 19]

Ukazatele likvidity

Charakterizují schopnost podniku dostát svým závazkům. Likviditu můžeme definovat jako vyjádření schopnosti podniku přeměnit svá aktiva na peněžní prostředky a těmi krýt včas a v požadované době všechny splatné závazky. Likvidita souvisí s dlouhodobou existencí firmy.

Běžná likvidita nám ukazuje, kolikrát jsou oběžná aktiva vyšší než krátkodobé závazky. Znamená to, že kdyby podnik proměnil všechna aktiva za peníze, tak kolikrát by byl schopen uspokojit své věřitele. Doporučená hodnota běžné likvidity se pohybuje v intervalu 1,8 - 2,5, nicméně v současné době pro společnosti rychlého rozvoje jde o zbytečně velké zadržování majetku.

$$\text{běžná likvidita} = \frac{\text{oběžná aktiva}}{\text{krátkodobé závazky}}$$

Pohotová likvidita je zpřísněním běžné likvidity. Od oběžných aktiv odečteme jejich nejméně likvidní část – zásoby, které jsou nejhůře přeměnitelné na peníze. Doporučená hodnota pohotové likvidity se pohybuje v intervalu 1 - 1,5.

$$\text{pohotová likvidita} = \frac{\text{oběžná aktiva} - \text{zásoby}}{\text{krátkodobé závazky}}$$

Okamžitá likvidita se vypočítá jako poměr finančního majetku a krátkodobých závazků. Finančním majetkem se rozumí nejen peněžní prostředky v pokladnách a na účtech, ale i další krátkodobé obchodovatelné cenné papíry. Doporučená hodnota by se měla pohybovat na úrovni 0,2 - 0,5. [4, s. 19 – 20]

$$\text{okamžitá likvidita} = \frac{\text{finanční majetek}}{\text{krátkodobé závazky}}$$

Ukazatele rentability

Rentabilitu můžeme charakterizovat jako výnosnost kapitálu firmy. Pomocí ní měříme schopnost podniku dosahovat zisku použitím investovaného kapitálu. Čím je rentabilita vyšší, tím lépe podnik hospodaří se svým majetkem a kapitálem. V ukazatelích rentability poměříme ukazatel, který je tokovou veličinou za období (výsledkové veličiny), a stavovou hodnotou (rozvahové veličiny).

Rentabilita aktiv je hlavním měřítkem rentability. Poměříme zisk podniku s celkovými vloženými prostředky. Nezáleží na tom, zda byl financován z vlastního nebo cizího kapitálu.

$$\text{rentabilita aktiv} = \frac{\text{zisk před úroky a zdaněním}}{\text{aktiva}}$$

Rentabilita vlastního kapitálu vyjadřuje efektivnost reprodukce kapitálu vloženého vlastníky. Díky ní sledujeme, kolik čistého zisku připadá na jednu korunu investovanou vlastníky společnosti.

$$\text{rentabilita vlastního kapitálu} = \frac{\text{čistý zisk}}{\text{vlastní kapitál}}$$

Rentabilita tržeb ukazuje, kolik korun zisku podnik utvoří z jedné koruny tržeb. Pokud se tento ukazatel nevyvíjí dobře, můžeme předpokládat, že i v ostatních ukazatelích situace není dobrá.

$$\text{rentabilita tržeb} = \frac{\text{čistý zisk}}{\text{roční tržby}}$$

U rentability se neuvádějí doporučené hodnoty tak, jako u ostatních ukazatelů. Každý podnikatel se proto může orientovat dle svých stanovených cílů. [4, s. 20 - 21]

Ukazatele aktivity

Ukazatele aktivity nám měří, jak efektivně podnik hospodaří se svými aktivy. Pokud má aktiv více než je třeba, vznikají mu tím zbytečné náklady a tím se snižuje zisk. Když má aktiv nedostatek, musí se vzdát některých potencionálně výhodných příležitostí a tím přichází o výnosy.

Existují dva hlavní typy ukazatelů aktivity – obratovost (počet obrátů) a doba obratu. Ukazatele obratovosti informují o počtu obrátek za jednotlivé období, tj. kolikrát převyšují roční tržby hodnotu položky, u níž obratovost počítáme. Ukazatele doby obratu vyjadřují průměrnou dobu trvání jedné obrátky majetku. Snahou je co nejvíce tuto dobu zkrátit a zvýšit tím počet obrátek.

Ukazatele se počítají pro jednotlivé skupiny aktiv. Jsou to zásoby, pohledávky, stálá aktiva a celková aktiva.

Obrat aktiv udává, kolikrát se celková aktiva obrátí za rok. Minimálně by měl být 1.

$$\text{obrat aktiv} = \frac{\text{roční tržby}}{\text{aktiva}}$$

Obrat zásob udává, kolikrát za rok se přemění zásoby v jiný oběžný majetek až po prodej hotových výrobků a opětovný nákup zásob.

$$\text{obrat zásob} = \frac{\text{roční tržby}}{\text{zásoby}}$$

Doba obratu zásob je velmi podobná s obratem zásob. Udává průměrný počet dnů, kdy jsou zásoby v podniku vázány až do fáze jejich spotřebování nebo do fáze jejich prodeje.

$$\text{doba obratu zásob} = \frac{\text{zásoby}}{(\text{tržby}/360)}$$

Doba obratu pohledávek udává počet dnů, než firma dostane zaplacenou za prodané služby a výrobky. Po dobu od předání výrobků firma poskytuje svým zákazníkům obchodní úvěr.

$$\text{doba splatnosti pohledávek} = \frac{\text{pohledávky}}{(\text{tržby}/360)}$$

Doba obratu krátkodobých závazků udává počet dnů, po které firma od svých dodavatelů využívá bezplatný úvěr. [4, s. 21 - 22]

$$\text{doba splatnosti krátkodobých závazků} = \frac{\text{krátkodobé závazky}}{(\text{tržby}/360)}$$

Ukazatele zadluženosti

Ukazatele zadluženosti poměřují vztah mezi cizími a vlastními zdroji podniku. Zabývají se také schopností hradit náklady dluhu. V podstatě nám udávají, jak moc podnik používá k financování dluhy. Zadluženost nemůžeme chápat jen jako negativní vlastnost podniku. Její růst může přispívat k rentabilitě a tím i zvyšovat celkovou tržní hodnotu podniku. Samozřejmě je v tomto případě třeba dbát i na to, že se může zvýšit riziko finanční nestability. Ukazatele zadluženosti jsou ovlivňovány především čtyřmi faktory. Jsou to daně, riziko, typ aktiv a stupeň finanční volnosti podniku.

Celková zadluženost se vypočítá jako podíl cizího kapitálu (celkového dluhu) k celkovým aktivům. Čím je větší podíl vlastního kapitálu, tím je větší bezpečnostní polštář proti ztrátám věřitelů v případě likvidace.

$$\text{celková zadluženost} = \frac{\text{cizí kapitál}}{\text{celková aktiva}}$$

Dlouhodobá zadluženost vyjadřuje, jak velká část aktiv podniku je financována dlouhodobými dluhy. Pomáhá společnosti určit správný poměr dlouhodobých a krátkodobých cizích zdrojů. Do dlouhodobých zahrnujeme obchodní závazky, úvěry a rezervy.

$$\text{dlouhodobá zadluženost} = \frac{\text{dlouhodobý cizí kapitál}}{\text{celková aktiva}}$$

Běžná zadluženost poměřuje krátkodobý cizí kapitál s celkovými aktivy. Do krátkodobých cizích zdrojů zahrnujeme krátkodobé závazky, běžné bankovní úvěry, pasivní přechodné a dohadné položky.

$$\text{běžná zadluženost} = \frac{\text{krátkodobý cizí kapitál}}{\text{celková aktiva}}$$

Úrokové krytí informuje o tom, kolikrát převyšuje zisk placené úroky. Část zisku vyprodukovaná cizím kapitálem, by měla sloužit na pokrytí nákladů na vypůjčený kapitál. Pokud je tento ukazatel roven 1, znamená to, že celý zisk slouží k zaplacení úroků. Je stanoveno, že ideální je, pokud jsou úroky pokryty ziskem 4x. [4, s. 22 - 23]

$$\text{úrokové krytí} = \frac{\text{zisk před úroky a zdaněním}}{\text{nákladové úroky}}$$

3.2.2.4 Shrnutí finančního zdraví podniku

Při hodnocení různých stránek finančního zdraví podniku dospíváme k závěru, že v některých oblastech vykazuje lepší hodnoty a v jiných horší. Závěr finanční analýzy pro potřeby ocenění podniku by měl být jednoznačný a měl by odpovědět na otázku, zda je firma zdravá a zda můžeme předpokládat její dlouhodobou existenci. Na základě tohoto výsledku stanovíme formu ocenění podniku. Pokud nejsou vyhlídky příliš dobré, ocenění se zúží na zjištění likvidní hodnoty. V případě lepších předpokladů oceňujeme podnik výnosově.

Altmanova analýza

Mezi nejběžnější a nejčastěji používané metody shrnutí finančního zdraví patří Altmanova analýza neboli index finančního zdraví. Nabízí nám možnost vyhodnotit finanční zdraví podniku pomocí jednoho čísla. Rovnice vyjádřená Z-faktorem zahrnuje veškeré důležité složky finanční analýzy. [1; s. 69]

Tvar rovnice Altmanova indexu pro podniky:

a) s veřejným obchodováním na burze:

$$Z = 1,2 * X1 + 1,4 * X2 + 3,3 * X3 + 0,6 * X4 + 1,0 * X5$$

Pokud: $Z > 2,99$ podnik ve výborném finančním zdraví

$Z < 1,80$ podnik na pokraji bankrotu

b) neobchodující na veřejné burze:

$$Z = 0,717 * X1 + 0,847 * X2 + 3,107 * X3 + 0,420 * X4 + 0,998 * X5$$

Pokud: $Z > 2,90$ podnik ve výborném finančním zdraví

$Z < 1,20$ podnik na pokraji bankrotu

Kde:

X1 pracovní kapitál / celková aktiva

X2 zisk po zdanění / celková aktiva

X3 zisk / celková aktiva

X4 hodnota základního kapitálu / hodnota dluhu

3.2.3 Analýza a prognóza generátorů hodnoty

Generátory hodnoty je soubor několika základních podnikohospodářských veličin, které ve svém souhrnu určují hodnotu podniku. Obvykle se vyvozují v návaznosti na konkrétní přístup k ocenění podniku. Nejčastěji se používá metoda diskontovaných peněžních toků.

Můžeme zde zařadit tyto generátory hodnot:

- tržby (obrat) a jejich růst,
- marže provozního zisku,
- investice do pracovního kapitálu,
- investice do dlouhodobého provozně nutného majetku,
- diskontní míra,
- způsob financování,
- doba, po kterou předpokládáme generování pozitivního peněžního toku (doba existence podniku).

Proč zavádíme pojem generátorů hodnoty? Pomocí nich získáme přehlednější pohled na minulost podniku a můžeme se soustředit na veličiny, které dlouhodobě a rozhodujícím způsobem podnik ovlivňují. Prognóza generátorů hodnot nám pomáhá vytvořit základní kostru finančního plánu.

Jádrem rozboru generátorů hodnoty je analýza a prognóza tržeb a k tomu potřebných investic. [1; s.109 - 110]

3.2.3.1 Tržby

Projekce budoucích tržeb je výsledkem strategické analýzy. Výsledky strategické analýzy jsou samozřejmě korigovány kapacitními možnostmi podniku. [1; s. 110]

3.2.3.2 Provozní zisková marže

Dalším významným generátorem hodnot pro výsledné ocenění podniku je provozní zisková marže. Můžeme ji definovat vzorcem:

Provozní zisková marže = korigovaný provozní VH před zdaněním / tržby.

Provozní ziskovou marži je třeba počítat z korigovaných provozních zisků, které jsou poupraveny o některé položky. Položky, které by měly být vyloučeny, jsou především tržby a zůstatková cena dlouhodobého majetku, odpisy budov a zařízení, které neslouží k podnikání. Naopak přidáme položky finanční výnosy (z cenných papírů) a náklady. Takto upravené zisky později použijeme jako východisko pro výpočet volných peněžních toků, ekonomické přidané hodnoty nebo jiných výnosových veličin, na kterých založíme vlastní ocenění.

Při prognóze ziskové marže vycházíme z vývoje minulého, kdy sestavíme časovou osu minulosti a vytvoříme nástin budoucího vývoje. Zároveň musíme brát ohled na hlavní faktory, které ziskovou marži ovlivňovaly a ovlivňovat budou. Jsou to především konkurenční struktura, osobní náklady a náklady ostatní. [1; s.110 - 116]

3.2.3.3 Investice do pracovního kapitálu

Dalším generátorem hodnoty je pracovní kapitál. Pro potřeby oceňování je třeba jej modifikovat z jeho původního tvaru:

$$\text{pracovní kapitál} = \text{oběžná aktiva} - \text{krátkodobý cizí kapitál}.$$

Pracovní kapitál, se kterým budeme pracovat jako s generátorem hodnoty, a který budeme používat pro sestavení finančního plánu, má tyto dvě základní modifikace:

- a) Pracovní kapitál bez zápočtu běžných bankovních úvěrů

Krátkodobý finanční majetek (peníze)

- + zásoby
- + pohledávky
- krátkodobý cizí kapitál
- + ostatní aktiva
- ostatní pasiva
- = upravený pracovní kapitál

- b) K pracovnímu kapitálu připočítáme všechny uvedené veličiny v provozně nutném rozsahu. Vždy v takové výši, jakou vyžaduje činnost podniku.

Důležitou součástí tohoto generátoru hodnoty je zjištění náročnosti růstu výkonů podniku na pracovní kapitál. Jedná se především o zásoby, pohledávky a krátkodobé závazky. Nejsou zpravidla plánovány pouze prostým odhadem, ale na jejich výši má vliv samotný objem výkonů, měřený například tržbami a ostatní faktory, které v praxi ovlivňují obrátkovost těchto položek a rozhodují o tom, zda tyto položky porostou stejně rychle jako výkony, rychleji nebo pomaleji.

Následně by měl být proveden výpočet koeficientu náročnosti růstu tržeb na pracovní kapitál:

$$K_{wc} = \Delta \text{ pracovní kapitál} / \Delta \text{ tržby.}$$

[1; s.116 - 120]

3.2.3.4 Investice do dlouhodobého provozně nutného majetku

U tohoto generátoru se jedná pouze o investice do majetku provozně nutného, tzn. majetku nezbytného pro základní podnikatelské zaměření podniku. Plánování investiční činnosti je jednou z nejobtížnějších částí analýzy generátorů hodnoty. Jednak kvůli tomu, že se investice nevyvíjejí plynulým způsobem. A také proto, že investice jsou nezbytnou podmínkou pro přežití podniku a podnik si na ně musí vydělat. Tyto investice by měly být chápány obsáhleji, tj. zahrnout do nich také investice do výzkumu a vývoje a investice do „lidského kapitálu“.

U tohoto generátoru opět používáme analýzu minulosti. Platí to především pro větší podniky, které pracují s větším počtem kusů investičního majetku. Pomocí časové řady a znalosti technického vývoje a cen, lze odvodit spolehlivou závislost investičního majetku na výkonech. Z cyklu obnovy investičního majetku a nárůstu výkonů lze vyvodit i rozumnou představu o investicích. Analýzu minulého vývoje je třeba doplnit o míru využití kapacit, abychom se dostali k reálným představám o potřebách investic.

Plánování investiční činnosti se stanovuje těmito přístupy: globální přístup, přístup podle hlavních položek a přístup založený na odpisech. Globální přístup je vhodný v případech, kdy investice do dlouhodobého majetku mají průběžný charakter. Postup zde vychází z analýzy využití provozně nutného dlouhodobého majetku ve vztahu k tržbám. Postup podle hlavních položek je použitelný zpravidla pro nejbližší roky. V tomto případě se vychází z konkrétních podnikových investičních plánů zahrnujících především jednotlivé akce a projekty. Přístup založený na odpisech vychází z předpokladu, že investice pod úrovní odpisů, nebudou u většiny firem stačit k dlouhodobému přežití nebo dokonce k růstu.

Všeobecným pravidlem tohoto generátoru hodnoty je: „*Rozhodující pro dlouhodobou životnost podniku je, zda si dokáže vydělat na investice, které jsou nutné pro jeho přežití.*“ [1; s.120 - 122]

3.3 FINANČNÍ PLÁN

Pro ocenění podniku některou z výnosových metod je třeba sestavit kompletní finanční plán. Tento plán se skládá z následujících finančních výkazů: výkaz zisků a ztráty, rozvaha, výkaz peněžních toků. V rámci běžného řízení podniku je finanční plán součástí podnikového plánu, jeho vyústěním a syntézou. Podnikový plán vychází z dlouhodobé koncepce podniku a je tvořen soustavou vzájemně vyvážených plánů. Patří mezi ně např. plány prodeje, plány produkce, plány kapacit, plány pracovních sil, plán provozního výsledku hospodaření, plán provozního peněžního toku. Výsledkem je sestavený celkový peněžní tok a plánovaná rozvaha.

3.3.1 Postup při sestavování finančního plánu

Při sestavování finančního plánu vycházíme z analýzy a prognózy generátorů hodnot, ze které máme naplánovány tyto stěžejní položky:

- tržby z prodeje hlavních produktů podniku,
- ziskovou marži a provozní zisk,
- plánovanou výši zásob, pohledávek a závazků,
- výchozí prognózu investic do dlouhodobého majetku.

Tyto položky tvoří kostru finančního plánu. Pro kompletní sestavení finančních výkazů je třeba doplnit:

- plán financování – předpokládané splátky úvěrů, navýšení vlastního kapitálu atd.
(pozn. Tento plán je potřebný k ověření reálnosti prognózy generátorů hodnoty a je také potřebný pro odhad nákladů kapitálu při určování diskontní míry.),
- plánované hodnoty některých dalších méně významných položek, které slouží pro upřesnění kontinuity časové řady finančních výkazů (např. výnosové a nákladové položky, pohledávky a závazky apod.),
- položky nesouvisející s hlavním provozem podniku (např. plán odprodeje nepotřebného majetku, investice do cenných papírů apod.)

(pozn. Tyto položky by měly být oceňovány samostatně, ale mohou pozměnit budoucí reálnou situaci podniku.),

- výplaty dividend nebo podílů na zisku vlastníkům
(pozn. Vyčíslujeme je proto, aby položky v rozvaze neúměrně nenarůstaly.),
- formální dopočty všech položek potřebných pro kompletní sestavení finančních výkazů, které ještě nebyly spočítány při sestavování jednotlivých dílčích plánů.

Jednotlivé výkazy finančního plánu obvykle postačí sestavit v agregovanější podobě, než jaká se používá např. při krátkodobějším plánování podniku. Dále je vhodné do finančního plánu zohlednit vyhodnocení finanční analýzy, které nám pomůže k určení možných rizik, která mohou v budoucnosti vzniknout.

Po sestavení finančních výkazů, můžeme využít bilanční sumu jako nástroj formální kontroly plánu. Pokud jsme uvedli všechny položky správně tam, kde se mají správně objevit, musí se po sestavení celého plánu rovnat součet aktiv a pasiv v každém roce.

Po sestavení finančního plánu by měla být provedena stručná finanční analýza tohoto plánu, která by měla navazovat na finanční analýzu pro ošetření finančního zdraví podniku, provedenou za minulé roky. Sestavený finanční plán a jeho finanční analýza by pak měly potvrdit nebo změnit předpoklad o budoucích perspektivách podniku a doplnit podklady pro analýzu rizika, která bude potřebná při stanovení diskontní míry. [1; s.130 - 136]

3.4 METODY POUŽÍVANÉ PRO OCENĚNÍ PODNIKU

Můžeme konstatovat, že v současnosti používané metody pro ocenění podniku jsou natolik propracované, že není třeba je již vylepšovat. Finanční ocenění podniku nám umožňuje vyjádřit hodnotu podniku pomocí určité peněžní částky. Potenciál podniku je oceněn peněžitým efektem. Výsledná hodnota, se opírá o použití více oceňovacích metod. Existují tři okruhy oceňovacích metod:

1. Metody opírající se o analýzu výnosů.
2. Metody založené na analýze aktuálních cen na trhu.
3. Metody založené na ocenění vynaložených nákladů (nákladů na pořízení majetku). Jedná se o postup založený na analýze podnikového majetku.

Volba metody závisí na funkcích, které si ocenění klade. Nejvhodnější je použít všechny tyto metody a výsledné ocenění je tvořivou syntézou jejich výsledků. Kromě oceňovacích metod je třeba být obeznámen s celkovou situací a fungováním podniku. Každý podnik je velmi specifický a jedinečný a ocenění je vždy individuální záležitostí.

V této kapitole je uveden přehled základních metod ocenění podniku. Bližší specifikace a představení těchto metod bude rozepsáno v následujících kapitolách.

ZÁKLADNÍ PŘEHLED METOD PRO OCEŇOVÁNÍ PODNIKU

1. OCENĚNÍ NA ZÁKLADĚ ANALÝZY VÝNOSU (výnosové metody)

- ↳ Metoda diskontovaných peněžních toků (DCF)
- ↳ Metoda kapitalizovaných čistých výnosů
- ↳ Kombinované (korigované) výnosové metody
- ↳ Metoda ekonomické přidané hodnoty

2. OCENĚNÍ NA ZÁKLADĚ ANALÝZY TRHU (tržní metody)

- ↳ Ocenění na základě tržní kapitalizace
- ↳ Ocenění na základě srovnatelných podniků
- ↳ Ocenění na základě srovnatelných transakcí
- ↳ Ocenění na základě údajů o podnicích uváděných na burzu

3. OCENĚNÍ NA ZÁKLADĚ ANALÝZY MAJETKU (majetkové ocenění)

- ↳ Účetní hodnota vlastního kapitálu na principu historických cen
- ↳ Likvidační hodnota
- ↳ Substanční hodnota na principu reprodukčních cen
- ↳ Substanční hodnota na principu úspory nákladů

Obr. 4 – Přehled základních metod pro oceňování podniku

Metody výpočtu hodnoty podniku volíme především dle podnětu k oceňování a také podle výsledné hodnoty, které chceme dosáhnout. Je-li našim cílem subjektivní ocenění, použijeme např. metodu diskontovaných peněžních toků, kterou založíme na peněžních tocích očekávaných konkrétním subjektem. Pro získání tržní hodnoty, použijeme peněžní toky „očekávané trhem“, tj. průměrným potenciálním kupujícím. Pokud jde o objektivizované ocenění, jsou zde vhodné konzervativnější a průkaznější metody jako metoda kapitalizovaných čistých výnosů, kombinované metody nebo metody majetkové.

Je důležité si uvědomit, že danému účelu ocenění je třeba podřídít nejen volbu metody, ale i její konkrétní modifikace a hodnoty, kterými ji naplníme. [1; s. 28 - 29]

4 OCENĚNÍ NA ZÁKLADĚ ANALÝZY VÝNOSŮ

Tato skupina metod vychází z poznatku, že hodnota statku je určena očekávaným užitekem pro jeho držitele. U hospodářských statků jako je podnik, jsou tímto užitekem očekávané výnosy. Za tyto výnosy považujeme peněžní příjmy plynoucí z oceňovaného podniku. Jako základ pro ocenění můžeme chápat i jiné výnosy. Proto rozlišujeme tyto základní výnosové metody:

- metoda diskontovaného peněžního toku (DCF),
- metoda kapitalizovaných čistých výnosů,
- metoda ekonomicky přidané hodnoty (EVA),
- metody kombinované (korigované), které kombinují výnosové a majetkové ocenění.

Jednotlivé výnosy mohou být při praktickém použití ještě modifikovány z různých hledisek. Kritéria pro konkrétní modifikaci použitých výnosů můžeme rozdělit do tří základních skupin:

1. Kategorie hledané hodnoty
 - Při hledání tržní hodnoty nás zajímá, jaké výnosy u oceňovaného podniku očekává příslušný trh. Tyto výnosy diskontujeme diskontní mírou na úrovni výnosnosti požadovaným trhem.
 - Při investičním (subjektivním) ocenění zjišťujeme, jaké výnosy očekává konkrétní subjekt.
 - U objektivizovaného ocenění se jedná o výnosy, které budou dosaženy ze současného hlediska s největší pravděpodobností.
2. Způsob kalkulace cen
 - Budoucí výnosy kalkulujeme v cenách k datu ocenění, tj. ve stálých cenách, a to diskontní mírou očištěnou o inflaci, tj. reálnou mírou.
 - Výnosy vyjadřujeme v jejich budoucí nominální výši, tj. v běžných cenách. Diskontní míra pak je nominální, tj. včetně inflace.
3. Způsob kalkulace daní
 - Nekalculujeme s žádnými daněmi z příjmů.
 - Kalkulujeme se zdaněním na úrovni příjmů oceňované společnosti. Tento způsob je typický při výnosovém ocenění pro ocenění tržní.
 - Kalkulujeme zdanění na úrovni společnosti a také daně, které zaplatí subjekt, pro který ocenění provádíme. Tento způsob je nejpresnější. [1; s. 163 - 164]

Důležitým pojmem pro tuto metodu oceňování je časová hodnota peněz. Ta vychází ze základního pravidla financování, které říká: „že každá současná peněžní jednotka dnes má větší hodnotu než budoucí, protože ta dnešní může být investována a přinést výnos. Tento očekávaný výnos je právě časovou hodnotou peněz.“ [1; s. 165] S touto investicí souvisí výpočet čisté současné hodnoty (NPV), která představuje přírůstek zdrojů podniku investováním. Výpočet čisté současné hodnoty vychází ze vztahu:

$$NPV = PV (\text{současná hodnota}) - \text{investiční náklad}$$

kde:

$$PV = \sum_{t=1}^n Ri / (1 + i_k)^i$$

- R výnosy v jednotlivých letech (Kč)
i počet let od 1 do n
i_k diskontní míra = kalkulovaná úroková míra.

Pokud NPV > 0 je vhodné investici realizovat.

4.1 METODA DISKONTOVANÉHO CASH FLOW

Tato metoda je základní výnosovou metodou. Peněžní toky jsou reálným příjmem a reálným vyjádřením užitku z drženého podniku. Tato metoda je nejvíce rozšířena v USA a Velké Británii, ale v současnosti se velmi rychle rozšiřuje v Evropě. Vyskytuje se ve více variantách:

- metoda „entity“, entity = jednotka, zde označuje podnik jako celek,
- metoda „equity“, equity = vlastní kapitál,
- metoda „APV“, upravená současná hodnota.

Smyslem všech těchto tří metod je zjištění hodnoty „čistého obchodního majetku“, nebo-li zjištění hodnoty „vlastního kapitálu“. Jednotlivé metody se liší v tom, jak k hodnotě vlastního kapitálu dospějeme. [1; s.164 - 165]

4.1.1 Metoda DCF entity

Metoda DCF entity je považována za základní způsob oceňování. Východiskem pro tuto metodu je produkce peněz v podniku – tedy provozní peněžní tok. Vychází z peněžních toků pro vlastníky a věřitele podniku (FCFF). Výpočet těchto peněžních toků je naznačen v následujícím schématu:

1. + Korigovaný provozní výsledek hospodaření před daněmi (KPVH_D)
2. - Upravená daň z příjmů (=KPVH_D × daňová sazba)
3. = **Korigovaný provozní výsledek hospodaření po daních (KPVH)**
4. + Odpisy
5. + Ostatní náklady započtené v provozním VH, které nejsou výdaji v běžném období
6. = **Předběžný peněžní tok z provozu**
7. - Investice do upraveného pracovního kapitálu (provozně nutného)
8. - Investice do pořízení dlouhodobého majetku (provozně nutného)
9. = **Volný peněžní tok (FCFF)**

Obr. 5 – Schéma výpočtu FCFF

Při použití metody DCF entity probíhá výpočet ve dvou krocích. Nejprve vycházíme z peněžních toků, které jsou k dispozici jak pro vlastníky, tak pro věřitele. Jejich diskontováním získáme hodnotu podniku jako celku (označuje se jako H_b, tj. hodnota brutto). Ve druhém kroku od ní odečteme hodnotu cizího kapitálu ke dni ocenění. Tím získáme hodnotu vlastního kapitálu (označuje se jako H_n, tj. hodnota netto).

Hodnotu podniku jako celku (H_b) určíme pomocí obecného výrazu:

$$H_b = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1+i_k)^t}$$

kde:

FCFF_t volné cash flow do firmy v roce t

i_k kalkulovaná úroková míra (tj. diskontní míra)

n počet let předpokládané existence podniku.

V praxi ovšem předpokládáme, že podnik bude existovat nekonečně dlouho. Proto je nemožné plánovat peněžní toky pro jednotlivá léta. Tento problém je tedy řešen tzv. dvoufázovou metodou. Ta vychází z jednoduché představy, že budoucí období lze rozdělit na dvě fáze. První fáze zahrnuje období, pro které je oceňovatel schopen vypracovat prognózu volného peněžního toku pro jednotlivá léta. Druhá fáze obsahuje období od konce první fáze do nekonečna. Hodnotu podniku označujeme v druhém období jako pokračující hodnotu.

Hodnotu podniku podle dvoufázové metody vypočítáme:

$$H_b = \sum_{t=1}^T \frac{FCFF_t}{(1+i_k)^t} + \frac{PH}{(1+i_k)^T}$$

kde:

T délka první fáze v letech

PH pokračující hodnota

i_k kalkulovaná úroková míra na úrovni průměrných vážených nákladů kapitálu.

Pokračující hodnotu očekávaných peněžních toků tedy rozumíme jako současnou hodnotu očekávaných peněžních toků od konce první fáze až do nekonečna. Tato současná hodnota je propočtena k datu ukončení první fáze.

Pokračující hodnotu lze stanovit několika způsoby. Nejpoužívanějším způsobem v praxi oceňovatelů je použití Gordonova vzorce. Doba první fáze se obvykle pohybuje v rozpětí 4 až 14 let. Pro druhou fázi předpokládáme stabilní a trvalý růst volného peněžního toku. Pokračující hodnota pak představuje současnou hodnotu této fáze nekonečné rostoucí časové řady peněžních toků ve druhé fázi:

$$PH = FCFF_{T+1} / i_k - g$$

kde:

T poslední rok prognózovaného období

i_k průměrné náklady kapitálu = kalkulovaná úroková míra

g předpokládané tempo růstu volného peněžního toku během celé druhé fáze

FCFF volný peněžní tok firmy.

Podmínkou platnosti vzorce je $i_k > g$. [1; s.165 - 183]

4.1.2 Metoda DCF equity

Od metody DCF entity se liší především způsobem volných peněžních toků, použitou diskontní mírou a výsledkem, který získáme diskontováním volných peněžních toků. Při použití této metody vycházíme z peněžních toků, které jsou k dispozici pouze vlastníkům podniku (FCFE). Schéma výpočtu je následující:

1. Korigovaný provozní výsledek hospodaření po upravených daních (KPVH)
2. + Odpisy
3. + Ostatní náklady, které nemají v daném období charakter výdajů
4. - Investice do upraveného pracovního kapitálu provozně nutného
5. - Investice do pořízení dlouhodobého majetku provozně nutného
6. = **FCF na úrovni podnikatelské jednotky (tj. entity)**
7. - Úroky z cizího kapitálu snížené o daňový štít, tj. úrok \times (1 - daňová sazba)
8. - Splátky úročeného cizího kapitálu
9. + Nově přijatý úročený cizí kapitál
10. = **FCFE**

Obr. 6 – Schéma výpočtu FCFE

Tyto peněžní toky pak diskontujeme pouze náklady vlastního kapitálu, které jsou stanoveny pro danou míru zadlužení. Jako výsledek dostaneme výnosovou hodnotu vlastního kapitálu. Výpočet hodnoty vlastního kapitálu podniku (H_n) probíhá stejně jako u metody entity ve dvou fázích:

$$H_n = \sum_{t=1}^T \frac{FCFE_t}{(1+i_k)^t} + \frac{FCFE_{T+1}}{i_k - g} \times \frac{1}{(1+i_k)^T}$$

kde:

i_k kalkulovaná úroková míra na úrovni nákladů vlastního kapitálu při konkrétní míře zadlužení podniku

g předpokládané tempo růstu FCFE ve druhé fázi horizontu budoucích let.

[1; s. 205 - 206]

4.1.3 Metoda DCF APV

Tato metoda se opět dělí do dvou kroků jako metoda DCF entity. V prvním kroku zjišťujeme hodnotu podniku jako celku (H_b), v tomto případě ale jako součet dvou položek – hodnoty podniku za předpokladu nulového zadlužení a současné hodnoty daňových úspor z úroků. Ve druhém kroku pak odečteme cizí kapitál a získáme hodnotu netto.

Tato metoda je v praxi méně obvyklá. [1; s.165]

4.2 METODA KAPITALIZOVANÝCH ČISTÝCH VÝNOSŮ

Metoda kapitalizovaných čistých výnosů vznikla a je používána především v německy mluvících zemích. Jedná se o postup ocenění vedoucí ke zjištění výnosové hodnoty. Tato metoda je jednou z nejjednodušších. Výnosová hodnota je počítána z výnosů pro vlastníky (držitele) vlastního kapitálu a výsledkem je tedy přímo hodnota vlastního kapitálu.

Rozlišujeme celkem dvě základní varianty metody kapitalizovaných čistých výnosů. První varianta vychází z toho, že čistý výnos podniku má být určován na základě rozdílů mezi příjmy a výdaji, tedy peněžních toků. Tato varianta je téměř totožná s metodou DCF entity. V druhé variantě je čistý výnos odvozován především z upravených výsledků hospodaření, tedy z rozdílů účetně chápaných výnosů a nákladů.

U obou variant je třeba provést úpravu hospodářských výsledků. Je třeba se zaměřit na položky, o které jsou hospodářské výsledky upravovány. Jedná se o vyloučení nákladů a výnosů, které nejsou přímo spojeny s výkonem základní činnosti. Odpočet jednorázových nákladů a výnosů, které se v budoucnu nebudou opakovat. Dále je třeba vyloučit změny, které nastaly v účetní politice podniku, vyčlenit privátní náklady podnikatele a ověřit, zda je mzda podnikatele započítána v osobních nákladech. Je třeba také provést přepočet daně, pokud na ni mají provedené úpravy vliv. Takto upravené hospodářské výsledky se přepočítají na cenovou hladinu k datu ocenění a to z důvodu, že tato metoda předpokládá stálé ceny.

Vlastní postup při metodě kapitalizovaných čistých výnosů je podobný, jako u všech výnosových metod a skládá se z těchto hlavních kroků:

1. analýza a úprava dosavadních výsledků podniku,

2. prognóza budoucích čistých výnosů a propočet finanční potřeby a korekce čistých výnosů,
3. odhad kalkulované úrokové míry,
4. vlastní propočet výnosové hodnoty a to:
 - analytickou metodou nebo
 - paušální metodou. [1; s.257 – 263]

4.2.1 Metoda analytická

Analytická metoda je založena na prognóze budoucích výsledků hospodaření upravených o vliv financování. Je tedy obdobou metody DCF, kde ale očekávaný výnos z podniku nekalkulujeme z peněžních toků, ale z upravených budoucích výsledků hospodaření. Je třeba se také zaměřit na plánované odpisy a plánované finanční zdroje především pro investování. Pokud předpokládáme trvalou existenci podniku, použijeme metodu dvoufázovou:

$$H_n = \underbrace{\sum_{t=1}^T \frac{\check{C}V_t}{(1+i_k)^t}}_{1. \text{ fáze}} + \underbrace{\frac{T\check{C}V}{i_k} \times \frac{1}{(1+i_k)^T}}_{2. \text{ fáze}}$$

kde:

- H_n hodnota podniku netto, tj. hodnota vlastního kapitálu
- $\check{C}V_t$ odhad odnímatelného čistého výnosu pro rok t prognózy
- T délka období, pro které jsme schopni v jednotlivých letech odhadnout čistý výnos (tj. délka první fáze)nosů
- $T\check{C}V$ trvalá velikost odnímatelného čistého výnosu ve druhé fázi uvažovaného horizontu
- i_k kalkulovaná úroková míra.

Má-li podnik omezenou životnost, počítáme hodnotu podniku:

$$H_n = \sum_{t=1}^T \frac{\check{C}V_t}{(1+i_k)^t} + \frac{L_T}{(1+i_k)^T}$$

kde:

- L_T likvidační hodnota podniku na konci roku T . [1; s.270 - 271]

4.2.2 Metoda paušální

Paušální metodu používáme za předpokladu, že podnik bude v budoucnosti dosahovat alespoň takových výnosů, jako dosahoval v minulosti. Tato metoda se v praxi používá velmi často. Vychází z podrobné analýzy výkazu zisků a ztrát za posledních 3 až 5 let. Minulé hospodářské výsledky je nutné upravit. Tím získáme upravené hospodářské výsledky a z nich dále vypočítáme odnímatelný čistý výnos podle vzorce:

$$\text{Trvale odnímatelný čistý výnos} = \sum_{t=1}^K \frac{q_t * \check{C}V_t}{q_t}$$

kde:

$\check{C}V_t$ minulé upravené čisté výnosy

q_t váhy, které určují význam čistého výnosu za určitý minulý rok pro odhad budoucího trvale odnímatelného čistého výnosu

K počet minulých let zahrnutých do výpočtu

Trvale odnímatelný čistý výnos určuje výnos, který je možné odebrat z podniku, aniž by byl ohrožen jeho provoz. Následně se vypočte hodnota podniku H_n dle vzorce:

$$H_n = T\check{C}V / \text{kalkulovaná úroková míra}$$

Tuto metodu používám v případě, kdy je předpoklad, že podnik bude v budoucnu dosahovat stejné nebo vyšší výnosy, jaké dosahoval v minulosti. Odnímatelný čistý výnos je vyjádřen ve stálých cenách k datu ocenění. Kalkulovaná úroková míra je stanovena na úrovni nákladů vlastního kapitálu. [1; s. 271 - 277]

4.3 METODA EKONOMICKY PŘIDANÉ HODNOTY (EVA)

Tato metoda patří k nejnovějším využívaným metodám ocenění. Od modelů DCF se liší tím, že nepracuje s peněžními toky. Základním principem EVA je měření ekonomického zisku a je ukazatelem výnosnosti podniku. Udává nám čistý výnos z provozní činnosti podniku snížený o náklady vlastního a cizího kapitálu. Základní výpočet ekonomické přidané hodnoty je:

$$EVA = NOPAT - WACC * C$$

kde:

NOPAT	provozní VH po zdanění za sledované období (= EYBIT * (1 – sazba daně))
WACC	průměrné vážené náklady kapitálu
C	investovaný kapitál (kapitál vázaný v aktivech potřebných k provozu).

Pokud chce podnik dosáhnout ekonomického zisku, je třeba, aby výše účetního zisku eliminovala veškerá rizika pro vlastníky. Hodnotu podniku stanovíme ze vzorce:

$$H_n = C_0 + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{EVA_t}{(1+WACC)^t}$$

kde:

C_0	investovaný kapitál
EVA_t	ekonomická přidaná hodnota v roce t.

Čím vyšší je hodnota EVA, tím vyšší je budoucí hodnota podniku. [1; s.282 - 302]

4.4 KOMBINOVANÉ VÝNOSOVÉ METODY

Kombinované výnosové metody používají pro výpočet kombinaci výnosového a majetkového ocenění podniku. Jedná se o často používané metody v německy mluvících zemích.

4.4.1 Metoda vážené střední hodnoty

Tato metoda vychází ze Schmalenbachovy metody. Pro výpočet využívá výnosovou hodnotu (V) vypočtenou pomocí kapitalizovaných čistých výnosů a substanční hodnotu (S) založenou na reprodukčních cenách. Při výpočtech touto metodou je třeba dbát na použití hodnoty vlastního kapitálu u obou metod. Výpočet střední hodnoty je dán vzorcem:

$$H = (x_1 * V + x_2 * S) / (x_1 + x_2)$$

kde:

x_1, x_2 zvolené váhy pro obě veličiny. [1; s.282 - 302]

4.4.2 Metoda kapitalizovaných mimořádných čistých výnosů

Jedná se o další kombinovanou metodu. Celková hodnota podniku se skládá z hodnoty substance a hodnoty firmy. Hodnota firmy je rovna rozdílu výnosové a substanční metody. Výhodou této metody je, že hodnotu firmy lze vypočítat jednoduše a přímo. Je rovna rozdílu mezi celkovým čistým výnosem (ČV) a čistým výnosem, který získáme při normálním zúročení (i_k) vloženého kapitálu. Výnosnost kapitálu je dána kalkulovanou úrokovou mírou – výnosnost spojená s rizikem dané investice. Pro výpočet hodnoty vlastního kapitálu předpokládáme nekonečně dlouhé trvání podniku a používáme tento vzorec:

$$H_n = S_n + (\text{ČV} - i_k * S_n) / i_{k2}$$

kde:

S_n substanční hodnota netto

i_k kalkulovaná úroková míra (na úrovni nákladů vlastního kapitálu)

i_{k2} zvýšená kalkulovaná úroková míra. [1; s.279 - 282]

5 OCENĚNÍ NA ZÁKLADĚ ANALÝZY TRHU

Při tomto typu ocenění zde používáme metody, které jsou běžnému občanu nejbližší. Metody tržního ocenění obcházejí některé problémy výnosových metod, je zde silná vazba k tržnímu prostředí a dominují tržní data nad účetními. Metody jsou technicky velmi jednoduché, odbornost je zde především ve zkušenostech a v intuici. Ve srovnání s výnosovými metodami se tržní analýza jeví jako objektivnější.

Tyto metody jsou založeny na analýze trhu, proto je pro oceňovatele velmi důležité zjistit detailní informace o oceňovaném podniku a také o ostatních podnicích vyskytujících se na trhu. Často je však velmi složité informace o podnicích získat, především kvůli citlivosti potřebných dat, které by pak konkurence mohla využít pro svůj prospěch.

V rámci tohoto ocenění rozeznáváme u podniků dvě základní situace:

1. přímé ocenění na základě dat kapitálového trhu,
2. ocenění metodou tržního porovnání. [1; s. 267]

5.1 PŘÍMÉ OCENĚNÍ Z DAT KAPITÁLOVÉHO TRHU

Tato metoda se používá pro stanovení hodnoty podniku, který má akcie běžně obchodované na kapitálovém trhu. Znamená to, že máme k dispozici tržní cenu akcií. Hodnotu podniku získáme vynásobením tržní ceny akcie a počtem podnikových akcií. Tržní cena akcie vychází z průměrné ceny za poslední období. Délka tohoto období je věcí oceňovatele a charakteru trhu. Ze zkušeností trhu vycházíme z toho, že pokud podnik prodá větší počet akcií, je cena oproti předcházejícímu stavu vyšší o 20 - 50%. Jedná se o tzv. prémii zaplacenou na úroveň předchozí běžné ceny. Tuto metodu používáme pro ocenění akciových společností. [1; s.267 - 268]

5.2 OCENĚNÍ METODOU TRŽNÍHO POROVNÁNÍ

Ocenění metodou tržního porovnání používáme pro jiné než akciové společnosti nebo pro akciové společnosti, jejichž akcie nejsou běžně obchodovány. Tržní hodnotu aktiva odvozujeme z informací o konkrétních cenách nebo tržních hodnotách obdobných aktiv. Metodu lze uplatňovat pouze tehdy, pokud jsou rozdíly mezi aktivy malé. Pokud tomu tak není, nastávají problémy.

Metoda tržního porovnání je uplatňována ve třech rovinách:

1. metoda srovnatelných podniků,
2. metoda srovnatelných transakcí,
3. srovnání s podobnými podniky, jejichž podíly byly oceňovány pro vstup na burzu. [1; s. 268]

5.2.1 Metoda srovnatelných podniků

Při tomto postupu srovnáváme oceňovaný podnik s podniky, které jsou k určitému období již nějakým způsobem oceněny. Při této metodě bychom se měli zaměřit minimálně na 5 podniků, které již byly k danému období oceňovány, aby byla zajištěna důvěryhodnost výstupů. Postup této metody začíná strategickou a finanční analýzou oceňovaného podniku. Tyto podrobné analýzy potřebujeme k tomu, abychom věděli, jakými znaky by se měly vyznačovat skutečně srovnatelné podniky. Hledání srovnatelných podniků je nejnáročnější částí celého ocenění. Srovnatelnost by se měla týkat především těchto znaků: odvětví a obor podnikání, vyráběné produkty, velikost, právní forma, struktura financování, výkonnost, aj.

Při volbě srovnatelných podniků je třeba hledat vyváženost mezi požadavkem na co největší podobnost a dostatečným počtem podniků pro srovnání. Vybrané podniky je třeba analyzovat obdobným způsobem, jak tomu bylo u podniku oceňovaného. Poté zpracujeme mezipodnikové srovnání. Jeho hlavním výsledkem by mělo být zjištění který z podniků je nejbližší k oceňovanému a v jakém vztahu je oceňovaný podnik k souboru podniků srovnatelných. Tím zjistíme, jak si oceňovaný podnik vede vzhledem k ostatním.

Následujícím krokem je výpočet hodnoty akcie pomocí tržních multiplikátorů, to znamená převedení absolutní hodnoty na standardizovaný tvar. Multiplikátory jsou ukazatele výkonnosti (vlastní kapitál, zisk, tržby, aj.) a jsou vztažené na hodnotu jedné akcie. Konečným krokem je ocenění podniku jako celku. Výpočet se provádí vynásobením jedné hodnoty akcie počtem akcií, jak již bylo zmíněno. [1; s.268 - 270]

5.2.2 Metoda srovnatelných transakcí

Postup ocenění touto metodou je obdobný jako v předchozím případě. Rozdíl je v tom, že získáme hodnotu podniku jako celku a to bez přepočtu na akcii. Hodnotu podniku získáme tak, že pro výpočty použijeme hodnotu vlastního kapitálu podniku nebo hodnotu investovaného kapitálu.

Tato metoda má širší použití i v evropských podmínkách zejména při prodeji menších podniků. Je vhodná pro oceňování i jiných než akciových společností. [1; s.275 - 276]

5.2.3 Odvození hodnoty podniku z údajů o podnicích uváděných na burzu

Jedná se o variantu postupu odvození ceny akcie podniku podle srovnatelných podniků. Rozdíl je pouze v rozsahu dostupných údajů, který je v tomto případě menší. Tento postu má pouze podpůrný význam. [1; s. 277]

6 OCENĚNÍ NA ZÁKLADĚ ANALÝZY MAJETKU

Ocenění na základě analýzy majetku vede ke zjištění majetkové podstaty podniku, kterou označujeme jako substanční hodnotu. Ta je považována jako zastřešující pojem pro všechny varianty majetkového ocenění.

Princip majetkového ocenění je jednoduchý a obecně srozumitelný. Majetkovou hodnotu podniku definujeme jako souhrn individuálně oceněných položek majetku. Od tohoto souhrnu odečteme sumu individuálně oceněných závazků. Velikost majetkového ocenění je tedy dána množstvím a strukturou položek majetku a také pravidly pro jeho ocenění.

Majetkové ocenění členíme v závislosti na tom, podle jakých zásad a předpokladů budeme oceňovat jednotlivé složky majetku. Hlavním kritériem je, zda předpokládáme další pokračování podniku. Pokud ano, oceňujeme na principu reprodukčních cen. Pokud ne, vycházíme z likvidační hodnoty. [1; s. 281]

6.1 LIKVIDAČNÍ HODNOTA

Likvidační hodnota je zjišťována za předpokladu, že majetek podniku bude určitým způsobem rozdělen, rozprodán nebo zlikvidován. Toto ocenění se tedy provádí u podniků s nejistou budoucností.

Ocenění likvidační hodnotou může být označeno za výnosovou metodu, protože hodnota podniku bude dána předpokládanými příjmy z likvidace. Nebude se však jednat o příjmy z podniku jako funkčního celku, ale o příjmy z prodeje nebo likvidace jednotlivých majetkových položek. Jedná se tak o ocenění statické, orientované na možnosti trhu vstřebat podnikový majetek v určitém časovém intervalu.

Likvidace podniku může probíhat s různou rychlostí a různou intenzitou. Rychlost je dána časovým obdobím, které budeme pro likvidaci podniku potřebovat. Intenzitou rozumíme míru rozdělení podnikového majetku na části, které pak budou rozprodány.

Dalším podstatným faktorem je, zda se jedná o likvidaci vnějším tlakem nebo o likvidaci dobrovolnou. Můžeme předpokládat, že likvidační hodnota pod tlakem bude nižší než likvidační hodnota za podmínek řízeného rozprodeje z hlediska výhodnosti.

Obecně platí, že likvidační hodnota bývá často nízká. Platí to především pro starší majetek a zejména pak pro majetek specializovaný. Vlastní likvidační hodnota plyne, v závislosti na rychlosti likvidace, z těchto hlavních veličin:

- + příjmy z prodeje majetku,
- výdaje: a) na vyrovnání dluhu
 b) na úhradu nákladů na likvidaci
- + nebo – běžné podnikové příjmy a výdaje, pokud podnik pokračuje nějakou dobu v činnosti.

Ocenění likvidační hodnotou používáme především v těchto případech:

- u podniků s omezenou životností,
- u podniků ztrátových,
- při odhadu dolní hranice ocenění podniku,
- při rozhodování mezi likvidací a sanací podniku,
- pro určení měřítka jistoty kapitálu investovaného do podniku,
- při ocenění neprovozního majetku. [1; s. 281 – 283]

6.2 ÚČETNÍ HODNOTA NA PRINCIPU HISTORICKÝCH CEN

Tato metoda vychází z odpovědi na otázku, za kolik byl majetek skutečně pořízen, tedy z principu historických cen. Tento princip často vede především u dlouhodobého majetku k odchylce od ekonomické reality. Naopak výhodou je velká průkaznost získaného ocenění. Konkrétní podoba tohoto ocenění se provádí podle zásad platných v účetnictví. Dle nich je sestavena rozvaha, která je souhrnným vyjádřením účetního ocenění podniku.

Účetní ocenění má v rámci oceňování podniku pouze doplňkovou úlohu a slouží jako výchozí informace pro oceňovatele a jako základna pro posuzování výsledného ocenění.

Příčinou nízké vypovídající hodnoty účetního ocenění jsou především difference mezi původní pořizovací cenou a reálnou hodnotou k datu ocenění a skutečnost, že aktiva v účetní rozvaze většinou nezahrnují všechna aktiva, jimiž podnik disponuje. [1; s. 284]

6.3 SUBSTANČNÍ HODNOTA NA PRINCIPU REPRODUKČNÍCH CEN

Cílem tohoto ocenění je odpověď na otázku, kolik by stálo znovuvybudování podniku, který je předmětem zájmu. Výsledkem je substanční hodnota, kterou můžeme vyčíslovat různými způsoby. Rozlišujeme substanční hodnotu brutto a netto. Substanční hodnotu brutto získáme, že zjistíme reprodukční ceny stejného nebo obdobného majetku a snížíme je o případné opotřebení. Pokud od této hodnoty odečteme dluhy, zjistíme substanční hodnotu netto, tedy ocenění vlastního kapitálu. Konečným cílem ocenění bývá právě hodnota netto. Dále je velmi důležité zahrnout všechna hmotná i nehmotná aktiva. U nehmotných aktiv se jedná nejen o tzv. identifikovatelný nehmotný majetek, jako jsou patenty, ochranné známky, know-how, vztahy k dodavatelům a odběratelům, organizace v podniku apod.

Pokud jsme schopni vyčíslit veškeré náklady na znovuvybudování podniku přesně v tom stavu, v jakém je k datu ocenění včetně zmíněných nehmotných položek, jedná se o tzv. substanční hodnotu podniku. Tuto hodnotu jsme však v praxi schopni zjistit jen výjimečně. Obvykle převažuje určení neúplné substanční hodnoty, v níž zahrneme pouze samostatně vymezitelný a manipulovatelný majetek hmotný i nehmotný.

Dále je třeba rozlišit majetek provozně nutný a nenutný. Pro každý je třeba volit jiný přístup pro ocenění. Reprodukční ceny slouží pouze pro ocenění provozně nutného majetku. Provozně nenutný majetek oceňujeme na principu likvidační hodnoty.

Ocenění substanční hodnotou ve smyslu reprodukčních cen se používá v těchto situacích:

- pro stanovení rozsahu zastavitelného majetku,
- pro ocenění podílů na kapitálových společnostech,
- jako doplňkový údaj pro výnosové ocenění,
- jako část odhadu hodnoty podniku při kombinaci více metod,
- jako základ ocenění podniku při zásadním zlomu v jeho vývoji. [1; s. 284 - 287]

6.4 SUBSTANČNÍ HODNOTA NA PRINCIPU ÚSPORY NÁKLADŮ

Tuto metodu ocenění využíváme v situacích, kdy se má investor rozhodnout mezi alternativou koupě podniku a vybudováním nového podniku. „*Substanční hodnota uspořené náklady je kvantitativním vyjádřením substitučního efektu existující majetkové podstaty.*“ [1; s. 287] Rozhodující je zde představa investora o budoucím podnikání a s ním spojených investičních výdajích pro vybudování nového podniku.

Důležité je, že u této metody nedochází k izolovanému ocenění jednotlivých položek, jak u předchozího typu ocenění. Nezjišťujeme hodnotu jednotlivých položek, ale pracujeme s peněžními toky spojenými s jednotlivými majetkovými položkami.

Substanční hodnota na základě úspory nákladů je tedy hodnota podniku odvozená na principech:

- vazby k budoucnosti,
- ocenění podniku jako celku,
- subjektivního přístupu. [1; s. 287 - 288]

II. PRAKTICKÁ ČÁST

7 OCENĚNÍ STAVEBNÍHO PODNIKU

V rámci diplomové práce bylo zpracováno ocenění vybraného stavebního podniku. Pro tento podnik byla rovněž v rámci bakalářské práce vypracována finanční analýza. Jedná se o firmu RAPOS, spol. s r.o. Tato společnost sídlí v Holešově (Zlínský kraj). Na trhu působí od roku 1992. Za dobu svého působení se velmi rozrostla a vybudovala si postavení na trhu stavebních firem Zlínského kraje.

Účelem ocenění vybraného podniku je zjištění jeho tržní hodnoty k datu 30.4.2013 pro vlastní účely majitelů a pro porovnání postavení podniku v rámci regionální konkurence. Toto ocenění může být využito také pro sestavení budoucích plánů a strategie chodu podniku.

Pro stanovení hodnoty podniku byly zvoleny ty metody, pro které byly dostupné vhodné materiály od oceňovaného podniku.

7.1 ZÁKLADNÍ CHARAKTERISTIKA SPOLEČNOSTI

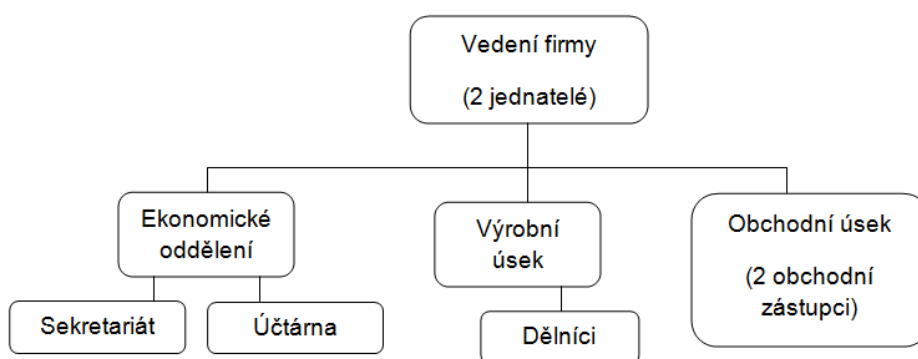
Název:	RAPOS, spol. s r.o.
IČO:	25504487
Právní forma:	112 – Společnost s ručením omezeným
Sídlo:	Nerudova 325, 76901 Holešov
Datum vzniku:	7.10.1997
Předmět podnikání:	Provádění staveb, jejich změn a odstraňování; projektová činnost ve výstavbě; zámečnictví; kovoobrábění; velkoobchod; realitní činnost
Statutární orgán:	Ing. Petr Vlček (jednatel společnosti) Jaroslav Ševčík (jednatel společnosti) Každý z jednatelů jedná samostatně s výjimkou záležitostí nad 1 000 000,-, kdy jednají společně.
Základní kapitál:	5 100 000,-

7.1.1 Historický vývoj a struktura podniku

Firma RAPOS byla založena v roce 1992 jako sdružení majitelů Ing. Petra Vlčka a Jaroslava Ševčíka. V roce 1998 vznikla společnost s ručením omezeným stejného jména. Sídlo společnosti se nachází v Holešově, ulice Nerudova 325.

V čele podniku jsou dva majitelé, kteří jsou zároveň i jednatelem. Počet zaměstnanců firmy se pohybuje kolem 80 pracovníků v oborech zedník, obkladač, tesař, stolař, stavební dělník, zámečnický, elektrikář, malíř, klempíř, strojník, řidič, skladník, a technickohospodářský pracovník.

Organizačně je podnik rozdělen na tři základní úseky – ekonomické oddělení, výrobní úsek a obchodní úsek (viz. Obr. 7).



Obr. 7 – Schéma organizační struktury podniku

V organizační struktuře firmy sice chybí marketingový tým, ale plně ho nahrazují svou činností oba jednatele.

7.1.2 Zaměření a působnost podniku

Firma vystupuje jako generální dodavatel a všechny stavby zajišťuje na klíč. Hlavním cílem společnosti je komplexní služba zákazníkovi v oblasti občanské bytové a průmyslové výstavby. Rozsáhlé zkušenosti má s prováděním rekonstrukcí a generálních oprav. Zkušení a odborní pracovníci využívají nejen klasické pracovní postupy ve stavební výrobě, ale také aplikaci nejnovějších metod a technologií, sanačních a zateplovacích systémů, nadstandardních sanitárních zařízení apod.

Společnost provádí jak malé, tak i větší zakázky. Mezi své zákazníky může zařadit jednak malé investory (např. výstavby rodinných domů, bytových domů, zateplování fasád apod.). Nejvíce stavebních zakázek se ale snaží provádět pro

investory větší, s pevným zázemím a finančním zabezpečením. Často se jedná o státní organizace nebo o větší soukromé společnosti (např. rekonstrukce a opravy kostelů, bazilik, nemocnice, mateřské školy atd.).

K zajištění spokojenosti zákazníka se firma snaží přijít s co nejvstřícnější nabídkou. Zároveň spolupracuje s osvědčenými subdodavateli v oblasti speciálních prací souvisejících se stavební činností, jako zabezpečovací technika, klimatizace, dodávky moderních výplní otvorů, bazénové sestavy atd. Zkušený tým odborných pracovníků a technické zázemí umožňuje pružně reagovat na požadavky a potřeby zákazníků. Přednosti firmy, které mohou být nabídnuty svým zákazníkům, jsou především komplexnost nabízených služeb, jejich kvalita, termínová spolehlivost a garanční záruky.

Završení snahy o stále lepší kvalitu práce bylo získání certifikátů systému řízení jakosti dle ČSN EN ISO 14001:2005 a ISO 9001:2009, které obdrželi v roce 2012. [5]

7.1.3 Významné zakázky podniku

Firma za celou dobu svého působení prováděla velké množství výstaveb a rekonstrukcí. Zde jsou uvedeny pouze ty největší a nejvýznamnější. [5]

A) Budovy pro bydlení

2008 – Rodinný dům v Přílepech

2010 – Výstavba tří RD v Přílepech

B) Budovy a haly občanské výstavby

2000 – Rekonstrukce budov SFINX Holešov, NESTLÉ ČOKOLÁDOVNY a.s.

2001 – Rekonstrukce varny pivovaru ZUBR v Přerově

2002 – Rekonstrukce základní školy ve Fryštáku

2003 – Rekonstrukce objektu České pojišťovny a.s. v Brně, ul. Purkyňova

2003 – Výstavba domu LEGES Zlín

2004 – Rekonstrukce Orlovny Ostrožská Nová Ves

2005 – Rekonstrukce ZŠ Přílepy

2006 – Rekonstrukce administrativní budovy a výstavba expedičního skladu
firmy TON, a.s. v Bystřici pod Hostýnem

2007 – Zřízení prodejny a muzea na záměčku TON, a.s. v Bystřici p. Host.

- 2008 – Vybudování Archeologicko – historické expozice v objektu muzea v Kroměříži
- 2009 – Sportovní a zábavní centrum Eurogalaxie ve Zlíně
- 2010 – Vsetínská nemocnice a.s. – Centralizace vybraných provozů
- 2010 – Středisko volného času Včelín v Bystřici pod Hostýnem
- 2011 – Výstavba výstaviště FLORIA pro firmu TEXTIL INVEST s.r.o. v Kroměříži
- 2012 – Rekonstrukce lázeňského sanatoria Janáček v lázních Teplice nad Bečvou

C) Rekonstrukce a opravy historických objektů

- 1999 - Rekonstrukce poutního domu na sv. Hostýně
- 2002 – Oprava kaple kláštera sester sv. Vincence de Paul v Kroměříži
- 2008 – Rekonstrukce kulturního a společenského centra v zámku Holešov
- 2009 – Opravy farního kostela ve Zlíně
- 2010 – Zřízení podlahového vytápění v bazilice na sv. Hostýně

7.1.4 Cenová politika podniku

Cenová politika firmy byla podrobně probrána s ekonomickým vedením podniku. Stanovení ceny ve firmě probíhá vzájemnou dohodou se zákazníkem. Ceny, které si firma stanovuje za své služby, jí poskytují přiměřený zisk. Ceny má společnost srovnatelné s konkurencí. Pokud by byly vyšší, tak vzhledem k finanční situaci na trhu, by dali zákazníci přednost konkurenci.

Cena díla však není nejdůležitějším aspektem, který ovlivňuje zákazníky pro výběr firmy Rapos. Společnost se samozřejmě snaží domluvit se svými klienty na co nejstřícnější nabídce, tak aby byly spokojeny obě strany. Předností firmy je především komplexnost nabízených služeb, jejich kvalita, termínová spolehlivost a garanční záruky. Stavební podnik Rapos rovněž poskytuje speciální podmínky a slevy, jak svým dlouhodobým zákazníkům, tak i novým.

7.2 STRATEGICKÁ ANALÝZA PODNIKU

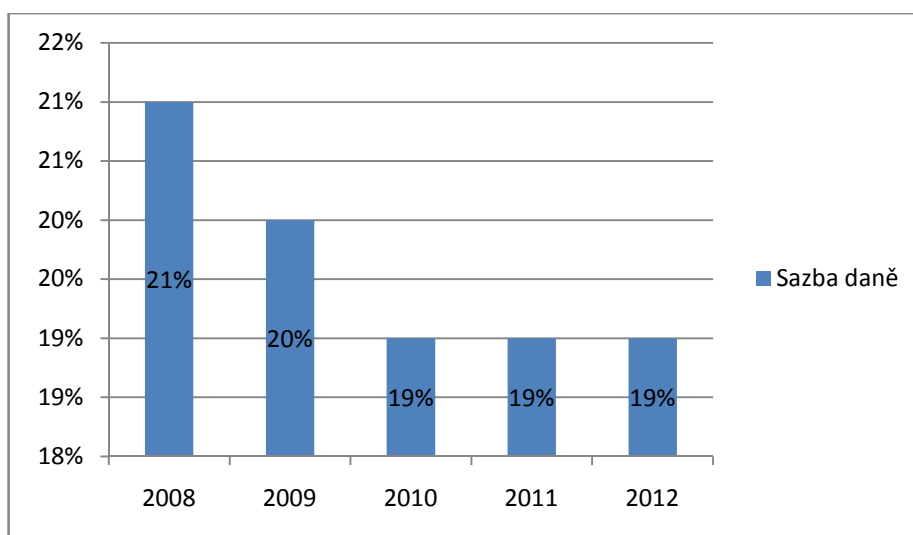
Hlavní funkcí strategické analýzy je vymezit celkový výnosový potenciál oceňovaného podniku. Odvíjí se jednak od vnějšího podnikatelského prostředí (trhu), v němž se

oceňovaný podnik pohybuje a následně také od silných a slabých stránek uvnitř podniku. Rovněž je kladen důraz na otázku, zda má podnik nějakou konkurenční výhodu.

7.2.1 Analýza makroprostředí podniku

V této části analýzy posuzujeme vnější prostředí podniku. Hodnotíme ekonomickou situaci na trhu, politické a legislativní prostředí a také velmi důležité sociální vlivy, které na chod podniku působí.

Vývoj politického a legislativního prostředí je dán současnou vládou a vládnoucími politickými stranami. Neustále jsou navrhovány a schvalovány zákony, novely zákonů a vyhlášky, které mění situaci na českém trhu. Nejdůležitějším ukazatelem je vývoj sazby daně z příjmu právnických osob (viz. Graf 1).

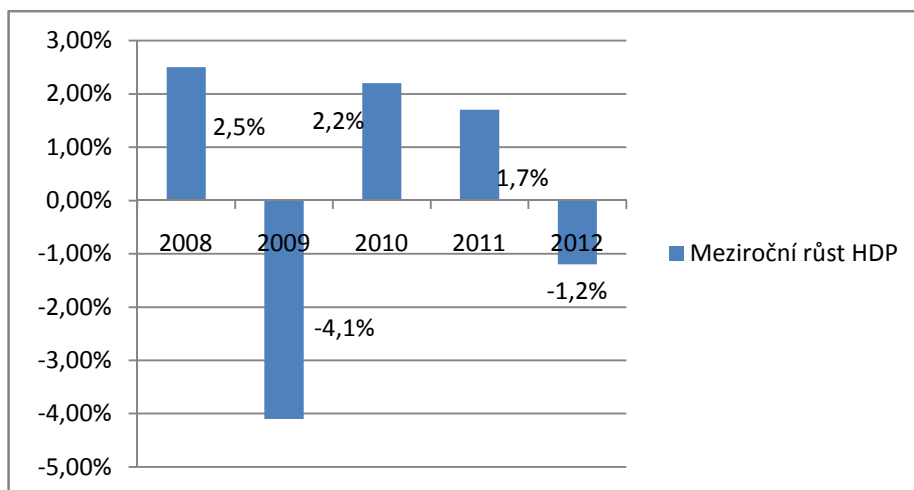


Graf 1 – Vývoj sazby daně z příjmu právnických osob

Také vstup ČR do EU v roce 2004 ovlivnil ekonomickou situaci trhu. Česká republika přistoupila na řadu změn a požadavků EU, které měly dopad na bezpečnost a ochranu zdraví a ochranu životního prostředí. Zlepšily se vztahy a spolupráce s jednotlivými státy EU, které otevřely pro české stavební firmy nové možnosti a podmínky spolupráce se zahraničním trhem. Dále vznikly pro podniky nejrůznější dotační programy.

Na současnou situaci trhu se neustále projevuje hospodářská krize, která zasáhla celý svět. Začala se projevovat v roce 2008. Vliv hospodářské krize můžeme

sledovat na ukazateli HDP (viz. Graf 2). Hrubý domácí produkt je klíčovým ukazatelem národního hospodářství, měří výkonnost ekonomiky. Největší zlom nastal v roce 2009, kdy hrubý domácí produkt výrazně poklesl až na -4,1 %. V dalších letech došlo k pozvolnému zlepšování nárůstu HDP. V roce 2012 se však dostal na -1,2 %.



Graf 2 – Vývoj tempa růstu HDP

Dalšími velmi důležitými ukazateli makroekonomického prostředí jsou míra inflace, nezaměstnanost a diskontní úroková sazba (viz. Tab. 1).

Tab. 1 - Vybrané makroekonomické ukazatele

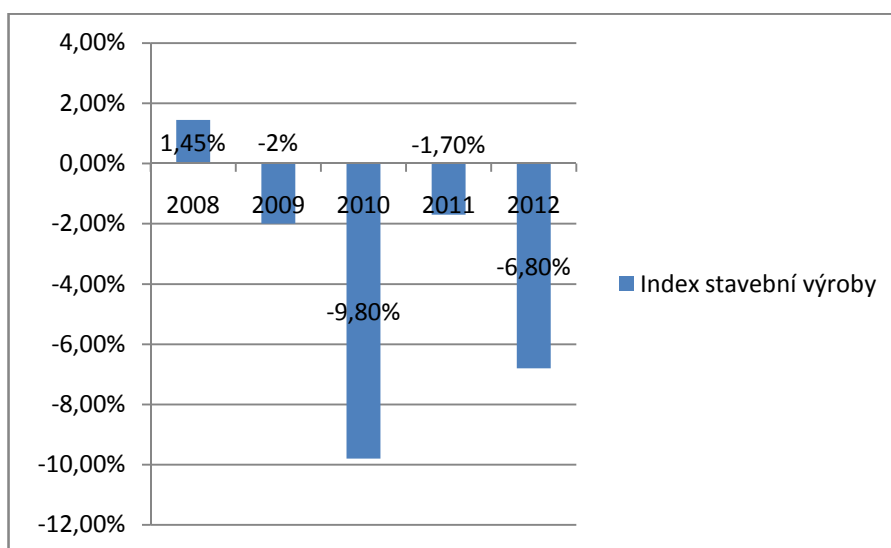
Vybraný ukazatel	Jednotka	2008	2009	2010	2011	2012
Průměrná míra inflace	průměr v %	6,3	1,0	1,5	1,9	3,3
Míra nezaměstnanosti	průměr v %	4,4	6,7	7,6	7,3	8,6
Dlouhodobá úroková sazba	% p.a.	4,6	4,7	3,7	4,0	3,1

U průměrné inflace můžeme sledovat velmi vysokou hodnotu v roce 2008, která byla způsobena zvýšením sazby daně z přidané hodnoty z 5 % na 9 %. V následujících letech se již ustálila kolem 2 %. Míra nezaměstnanosti se bohužel neustále zvyšuje, což je způsobeno vlivem hospodářské krize, kdy firmám klesla poptávka. Spousta malých i větších firem přistoupila k snížení počtu pracovníků. Oproti tomu hodnota dlouhodobé úrokové sazby neustále klesá, což je pro podniky velmi příznivé.

7.2.2 Analýza mikroprostředí podniku

Analýza mikroprostředí je zaměřena na odvětví, ve kterém podnik působí. Hlavní činností podniku jsou stavby a stavební práce, proto jsem se zaměřila na analýzu stavebnictví v ČR.

Jedním z nejpoužívanějších ukazatelů této analýzy je tzv. meziroční vývoj indexu stavební výroby, který je vyjádřen v % (viz. graf).



Graf 3 – Meziroční vývoj indexu stavební výroby

Z grafu je na první pohled patrné, že vývoj stavební výroby ve sledovaných letech velmi výrazně poklesl. Do roku 2008 se stavebnictví vyznačovalo vysokým meziročním růstem produkce. V roce 2008 však došlo ke stagnaci, kdy se již začala postupně projevovat hospodářská krize do ČR. V následujících letech došlo k velmi výraznému poklesu vývoje. V roce 2010 dokonce až na téměř -10 %. Důvodem velmi výrazného poklesu byl menší počet zakázek a obava obyvatel investovat. Vliv hospodářské krize se samozřejmě projevil i ve snížení počtu zakázek firmy Rapos, spol. s r.o. V rámci výzkumů „Svazu podnikatelů ve stavebnictví“ by mělo dojít k postupnému zlepšování situace stavební výroby a celkovému ustálení v kladných číslech.

Dodavatelé stavebních materiálů jsou dalším ukazatelem, který ovlivňuje vnitřní prostředí a chod podniku. Firma si pro dodávky materiálů vybírá dodavatele se sídlem na území ČR, se kterými spolupracuje téměř od počátku svého vzniku. Dále také

v rámci subdodávek se může spolehnout na již léta ověřené a kvalitní subdodavatelské firmy.

Odběratelé – zákazníci firmy jsou jedním nejvlivnějších podnětů fungování a vývoje podniku. Nejvýznamnější zákaznické segmenty pro firmu jsou veřejné zakázky a rekonstrukce. Firma se zabývá nejenom rekonstrukcí budov, ale i památek. Dalšími zákazníky jsou výrobní firmy, pro které firma RAPOS s.r.o. zajišťuje stavby a rekonstrukce hal a další firmy, pro které staví obchodní střediska a sídla. Všechny segmenty požadují kvalitní práci za co nejmenší vynaložení finančních prostředků. Při rekonstrukci památek je třeba pamatovat na dodržování požadavků památkových úřadů. Největší podíl na tržbách podniku má veřejný sektor.

Z hlediska konkurence se ve Zlínském kraji nachází zhruba 400 stavebních firem, které pracují ve stejném oboru jako je podnik Rapos. Konkurence v tomto oboru je velmi rozsáhlá, proto se firma zaměřila na získání dobrého jména v oblasti svého působení a také vlastní celou řadu certifikátů jakosti dle ČSN EN ISO 14001:2005 a ISO 9001:2009, které obdržela v roce 2012. Za největší konkurenty firmy jsou považovány společnosti Syner Morava a.s., BS Vsetín s.r.o. a Tufír spol. s r.o., které jsou na stejné úrovni svou velikostí i množstvím zaměstnanců a zakázek.

7.2.3 SWOT analýza podniku

Ze SWOT analýzy byly zjištěny a vyhodnoceny významné silné a slabé stránky podniku, které umožňují jeho dlouhodobé fungování a dobré postavení na trhu, především v rámci regionu. Dále byly také zhodnoceny vhodné příležitosti a nepříznivé hrozby, které podnik mohou ovlivňovat do budoucna (viz. Tab. 2).

Tab. 2 – SWOT analýza podniku

Analyzovaná oblast : <RAPOS spol. s.r.o.>	
Silné stránky (Strengths)	Slabé stránky (Weaknesses)
<ul style="list-style-type: none"> - Všestrannost v oboru pozemní stavitelství - Udržování rovnoměrné kvality - Dobré jméno společnosti a jejich "jednatelů" - Spolupráce s osvědčenými subdodavateli - Velmi dobrá cenová politika 	<ul style="list-style-type: none"> - Neznámost mimo Zlínský kraj - Kratší tradice firmy - Nízká propagace - Horší dostupnost k sídlu firmy (mimo hlavní tah ve Zlínském kraji) - Pokles obratu během posledních 4 let (fin. Krize, pokles zakázek) - Nižší základní kapitál – spol. s.r.o. - Menší různorodost firmy
Příležitosti (Opportunities)	Hrozby (Threats)
<ul style="list-style-type: none"> - Množství dobrých kontaktů - Umístění v podvědomí místních lidí - Dobré hodnocení + řada ocenění v soutěžích - Možnost založení nových poboček - Možnost oslovení zahraničních investorů – expanze na zahraniční trh - Zviditelnění pomocí sponzoringu - Spolupráce na velkých zakázkách s jinými velkými firmami 	<ul style="list-style-type: none"> - Konkurence větších firem, které jsou schopny snížit nabídkovou cenu - Pokles veřejných i soukromých zakázek (stálá finanční krize) - Zrušení vládních dotačních programů - Pokračování klesání ročního obratu až do zániku firmy

Díky analýze silných stránek lze konstatovat, že firma nemá žádné vážné existenční problémy. Její postavení na trhu díky dobrému hodnocení je pevné. Ze slabých stránek může být jako první zvýšena propagace firmy a horší dostupnosti vyřešena založením menší pobočky v centru působení Zlínského kraje.

Konkurence v oblasti působení firmy je vysoká, ale vzhledem k postavení a kontaktům můžeme firmu Rapos hodnotit jako podnik s dobrou pozicí na regionálním trhu. Image mezi zákazníky a veřejností má firma dobrou, ale pouze na Moravě. Pokud

by se chtěla její působnost rozšířit i do Čech je nutné velké zvýšení propagace jak na stavebních veletrzích, tak na internetovém portálu stavebních firem.

Jak již bylo zmíněno, v organizační struktuře firmy chybí marketingový tým. Ten je ale plně nahrazen činností jednatelů.

7.3 FINANČNÍ ANALÝZA PODNIKU

Tato analýza se zaměřuje na stanovení finančního zdraví podniku Rapos, spol. s r.o. Byla využita praktická část bakalářské práce z roku 2012 (viz. Seznam použité literatury), která byla doplněna o analýzu roku 2012. Finanční situace firmy byla prokonzultována s ekonomickým vedením podniku, které potvrdilo, že společnost od svého založení (tj. od roku 1992) neměla žádné vážné finanční problémy. Nejprve byla provedena vertikální a horizontální analýza absolutních ukazatelů a poté vyčíslení vybraných poměrových ukazatelů. Celkové finanční zdraví je zhodnoceno pomocí Altmanova indexu.

Zdroje informací, které byly pro finanční analýzu použity, mi byly poskytnuty vedoucí ekonomického oddělení firmy RAPOS, spol. s r. o. Jedná se o rozvahy a výkazy zisků a ztráty firmy z let 2008, 2009, 2010, 2011 a 2012. Dále mi také byly poskytnuty přílohy k jednotlivým účetním závěrkám, které obsahují další údaje neobsažené v rozvaze a výkazu Z/Z (např. údaje o leasingu, výše pohledávek po splatnosti, výplata podílů společníkům atd.).

7.3.1 Analýza absolutních ukazatelů

Horizontální a vertikální analýza je podrobně zpracována v příloze číslo 3 a 4. Zde je pro přehlednost vypracována tabulka procentuelních změn hlavních položek rozvahy a výkazu Z/Z v rámci horizontální analýzy a v rámci vertikální analýzy jsou vypracovány grafy proporcionálního rozložení aktiv a pasiv.

Horizontální analýza

Tab. 3 – % změna položek rozvahy v horizontální analýze

Položka rozvahy	2009	2010	2011	2012
SA	3,1	-32,4	-27,5	-19,0
OA	-6,8	9,9	14,4	21,4
Aktiva celkem	-5,4	2,7	9,8	-21,2
VLK	17,7	4,8	-7,4	-2,8
Cizí zdroje	-33,6	-19,7	79,1	-47,2
Pasiva celkem	-5,4	-2,6	9,8	-21,2

Tab. 4 – % změna položek výkazu Z/Z v horizontální analýze

Položka výkazu Z/Z	2009	2010	2011	2012
Tržby	-18,0	-23,9	29,3	-29,9
Provozní VH	5,6	-58,5	-48,6	-29,1
VH z fin. operací	-83,3	-84,7	2,6	52,6
VH za úč. období	3,7	-66,9	-66,1	-11,9

Vyhodnocení:

Horizontální analýzu používáme pro zachycení vývojových trendů ve struktuře majetku i kapitálu podniku. Je to jedna z nejčastěji používaných a nejjednodušších metod při vypracování zpráv o hospodářské situaci podniku a o jeho minulém a budoucím vývoji.

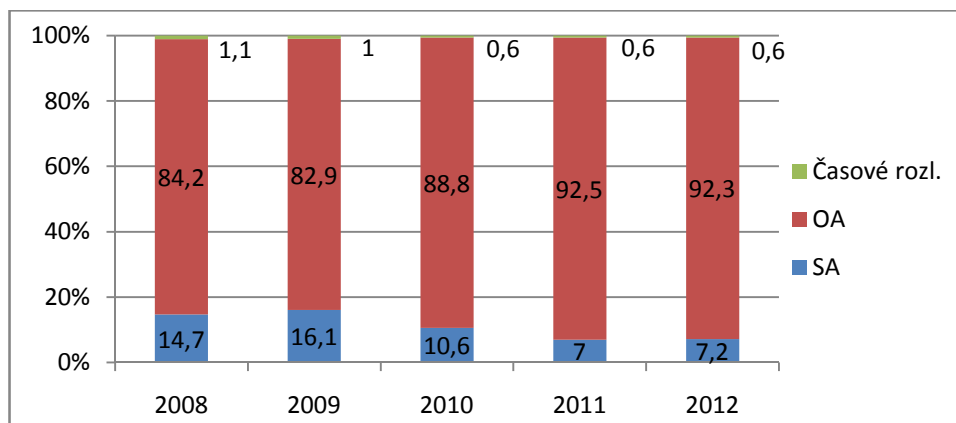
Celková aktiva firmy výrazně v posledním roce 2012 klesla o 21,2%. Skladba aktiv se během sledovaného období měnila. Stálá aktiva v jednotlivých letech stále klesala, v roce 2010 dokonce až o 32,4 %. Tento pokles je způsoben především velkou změnou dlouhodobého finančního majetku. V roce 2010 jej tvořily podíly společnosti na palivech a nesplacené poskytnuté půjčky. V dalším roce byly půjčky splaceny a výši dlouhodobého finančního majetku již tvořila jen reálná hodnota zakoupených podílů. Naopak oběžná aktiva vzrůstala a to až o 21,4%. Tato změna je způsobena nárůstem zásob. Zvýšení zásob má za následek velké množství nedokončených zakázek s realizací v následujících obdobích.

Cizí kapitál kromě roku 2011 poklesl o 19,7% a to díky velkému snížení krátkodobých závazků. Můžeme zde sledovat, že firma využívá kromě vlastního kapitálu i krátkodobé zdroje, které jsou levnější než zdroje dlouhodobé.

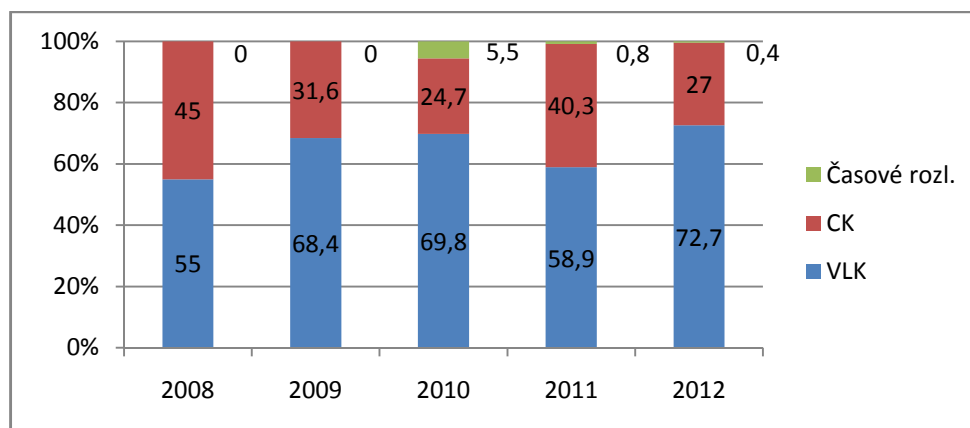
Z výkazu Z/Z je zřejmé, že tržby v důsledku finanční krize výrazně klesaly, současně se snížily i náklady za prodané zboží a výkonová spotřeba. Díky tomu se velmi výrazně snížil provozní VH, v letech 2010 a 2011 až o více než 48%. Celkově se

VH propadl o 66,9%. To pro podnik není příznivé a další důvody tohoto poklesu budou rozebrány u jednotlivých ukazatelů finanční analýzy.

Vertikální analýza



Graf 4 - Vertikální analýza aktiv



Graf 5 - Vertikální analýza pasiv

Vyhodnocení:

Pomocí vertikální analýzy sledujeme vývoj proporcionality položek účetních výkazů vůči základní veličině. Posuzujeme při ní jednotlivé části majetku a kapitálu, tzv. strukturu aktiv a pasiv podniku. Ze struktury aktiv a pasiv můžeme posoudit, jaké je složení hospodářských prostředků potřebných pro výrobní a obchodní aktivity podniku a z jakých zdrojů byly pořízeny.

Z tabulek (viz. Příloha 4) vertikální analýzy můžeme porovnat strukturu aktiv a pasiv podniku. Firma zvýšila podíl oběžných aktiv na celkových aktivech z 82,9% až na 92,3% na úkor poklesu stálých aktiv z 16,1% na 7%. Příčinou nárůstu oběžných aktiv

je zvýšení zásob na dvojnásobek. Tento prudký nárůst zásob je způsobený velkým množstvím nedokončených zakázek.

Struktura pasiv ukazuje, z jak drahých zdrojů firma svá aktiva pořídila. Pro firmu je levnější a dostupnější financovat aktiva z krátkodobých závazků. Na druhou stranu jsou krátkodobé zdroje rizikovější, protože ohrožují finanční stabilitu podniku v krátkodobém horizontu. Objem krátkodobých závazků v roce 2010 poklesl z 31,6% na 18% a firma získala finanční prostředky pomocí bankovního úvěru, který tvoří 6,8% z celkových pasiv. Nejedná se o žádný účelový úvěr. Firma jej použila na uhrazení provozních nákladů a to z důvodu neuhrazení pohledávek odběratelů. Jedná se o kontokorentní úvěr, který společnost často využívá pro včasné splacení svých závazků.

7.3.2 Analýza poměrových ukazatelů

Rentabilita

- Ukazatel rentability aktiv

$$\text{rentabilita aktiv} = \frac{\text{zisk před úroky a zdaněním}}{\text{aktiva}} [\%]$$

Tab. 5 - Ukazatel rentability aktiv (v celých tisících Kč)

Název veličiny	2008	2009	2010	2011	2012
Zisk před úroky a zdaněním	12 324	13 087	4 610	1 883	1 576
Aktiva	103 506	97 892	100 495	110 392	86 959
Rentabilita aktiv	11,91	13,37	4,59	1,70	1,81

Vyhodnocení:

Ukazatel poměruje zisk před zdaněním a navýšením o úroky a celková aktiva firmy. Tímto vyjádříme zhodnocení celkových aktiv bez ohledu na to, z jakých zdrojů byly financovány.

Hodnoty rentability celkových vložených aktiv nám ani v jednom roce nevyšly záporné. To znamená, že má firma kladné hospodářské výsledky a využívá efektivně svá aktiva. V letech 2008 a 2009 můžeme sledovat nárůst hodnoty ukazatele, což je

velmi pozitivní. V roce 2010 a 2011 však došlo k velkému poklesu až na 1,70 %, což způsobil velmi nízký zisk.

- Ukazatel rentability vlastního kapitálu

$$\text{rentabilita vlastního kapitálu} = \frac{\text{čistý zisk}}{\text{vlastní kapitál}} \quad [\%]$$

Tab. 6 : Ukazatel rentability vlastního kapitálu (v celých tisících Kč)

Název veličiny	2008	2009	2010	2011	2012
Čistý zisk	9 731	10 089	3 344	1 134	999
Vlastní kapitál	56 911	66 973	70 187	65 019	63 176
Rentabilita vlastního kapitálu	17,10	15,06	4,76	1,74	1,58

Vyhodnocení:

Tento ukazatel vyjadřuje zhodnocení vlastního kapitálu za jednotlivé hospodářské roky. Slouží také jako hlavní ukazatel pro vlastníky podniku.

Rentabilitu vlastního kapitálu můžeme vyjádřit buď v procentech, nebo v haléřích na jednu investovanou korunu. Vrcholu dosáhla v hospodářském roce 2008, kdy byla 17,10%. To znamená, že výnos na jednu investovanou korunu byl 17,1 haléře. V roce 2010 rentabilita vlastního kapitálu opět velmi klesla a dostala se na hodnotu výnosu pouhých 4,76 haléře na jednu korunu, v roce 2012 na 1,74 haléře na jednu korunu a v roce 2012 dokonce na 1,58 haléře na 1 korunu.

- Ukazatel rentability tržeb

$$\text{rentabilita tržeb} = \frac{\text{čistý zisk}}{\text{roční tržby}} \quad [\%]$$

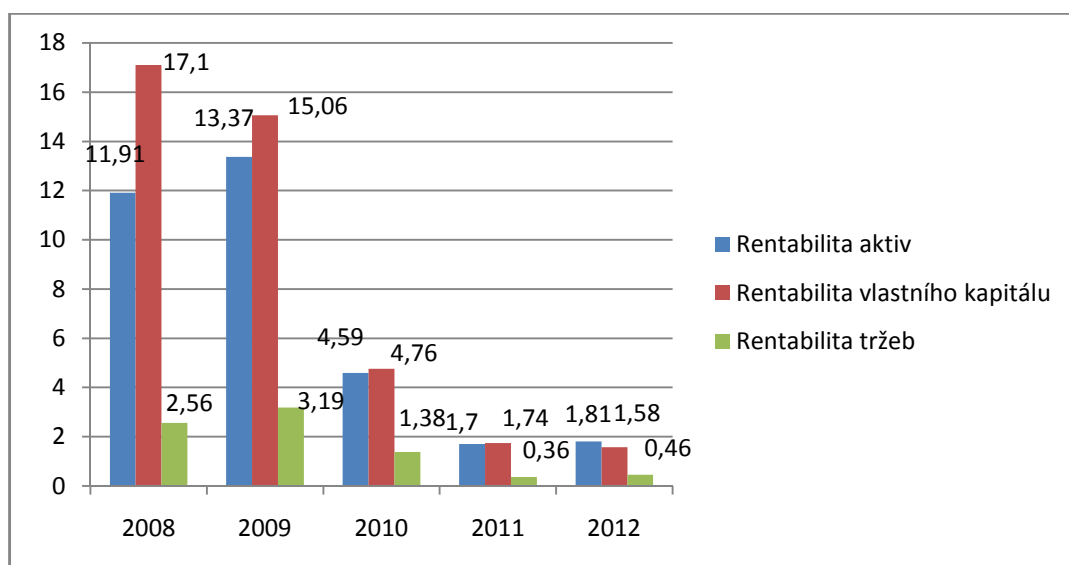
Tab. 7 - Ukazatel rentability tržeb (v celých tisících Kč)

Název veličiny	2008	2009	2010	2011	2012
Čistý zisk	9 731	10 089	3 344	1 134	999
Roční tržby	380 202	316 255	241 528	313 731	215 652
Rentabilita tržeb	2,56	3,19	1,38	0,36	0,46

Vyhodnocení:

Tento ukazatel nám vyjadřuje, kolik korun zisku podnik utvoří z jedné koruny tržeb. Je to podíl zisku po zdanění k celkovému objemu tržeb. Pokud se tento ukazatel nevyvíjí dobře, můžeme předpokládat, že i v ostatních ukazatelích situace není dobrá.

Z tabulky je zřejmé, že firma měla během sledovaných období hospodaření hodnoty toho ukazatele stále v kladných číslech. To znamená, že výnosy firmy byly vždy vyšší než náklady. V letech 2009 rentabilita tržeb vzrostla. Tím se zvýšila také ziskovost firmy a tím i její zhodnocení na trhu. Bohužel v roce 2010 se její ziskovost dostala na nižší hodnotu a to na 1,38 % a v roce 2011 na hodnotu úplně nejnižší a to na 0,36%.



Graf 6 - Ukazatelé rentability

Na velkém snížení rentability v posledních dvou letech se projevil vliv finanční krize, díky které poklesla stavební výroba až o 20%. Krize začala v roce 2009. Stavebnictví však patří mezi odvětví, ve kterých se vlivy krize projevují se zpožděním a proto je pokles patrný až v roce 2010 a 2011.

Aktivita

- Obrat aktiv

$$\text{obrat aktiv} = \frac{\text{roční tržby}}{\text{aktiva}} \quad [\text{krát}]$$

Tab. 8: Obrat celkových aktiv (v celých tisících Kč)

Název veličiny	2008	2009	2010	2011	2012
Roční tržby	380 202	316 255	241 528	313 731	215 652
Aktiva	103 506	97 892	100 495	110 392	86 959
Obrat celkových aktiv	3,67	3,23	2,4	2,84	2,48

Vyhodnocení:

Ukazatel celkového obratu aktiv nám udává, kolikrát se celková aktiva obrátí za rok. Minimálně by měl být 1.

Obrat celkových aktiv během let 2008 a 2009 nijak významně neměnil. Pohyboval se v rozmezí 3,23 – 3,67. V roce 2010 však hodnota výrazně poklesla na 2,40 a v roce 2011 jen mírně stoupla na hodnotu 2,84. V roce 2012 opět zaznamenáváme pokles na 2,48. Hlavním důvodem byl výrazný pokles ročních tržeb. Firma má největší podíl z aktiv vázaný v oběžných aktivech, která jsou mnohem likvidnější než dlouhodobý majetek. To je pro firmu velmi významné v případě finanční tísně, protože oběžná aktiva je možné mnohem rychleji přeměnit na peněžní prostředky.

- Obrat zásob

$$\text{obrat zásob} = \frac{\text{roční tržby}}{\text{zásoby}} \quad [\text{krát}]$$

Tab. 9 - Obrat zásob (v celých tisících Kč)

Název veličiny	2008	2009	2010	2011	2012
Roční tržby	380 202	316 255	241 528	313 731	215 652
Zásoby	22 911	11 253	22 871	25 255	22 212
Obrat zásob	16,59	28,1	10,56	12,42	9,70

Vyhodnocení:

Ukazatel obratu zásob nám udává, kolikrát za rok se přemění zásoby v jiný oběžný majetek až po prodej hotových výrobků a opětovný nákup zásob. Firma by si měla dát záležet na plynulosti výroby, ale zase by zásoby neměly být zbytečně dlouho a ve velkém množství uskladněny.

Nejvyšší obrat ze sledovaných období firma zaznamenala v roce 2008. V dalším roce bylo množství zásob téměř poloviční, ale také klesly tržby. V roce 2010 zásoby zase vzrostly na dvojnásobek. Tento velký nárůst zásob způsobilo velké množství nedokončené výroby. Firma měla velké množství rozpracovaných zakázek. V posledních letech byl obrat nejnižší a to pouze 10,56 a 12,42 a 9,70. Tato situace nastala díky velkému poklesu ročních tržeb.

- Doba obratu zásob

$$\text{doba obratu zásob} = \frac{\text{zásoby}}{(\text{tržby}/360)} \quad [\text{dny}]$$

Tab.10 - Doba obratu zásob (v celých tisících Kč)

Název veličiny	2008	2009	2010	2011	2012
Roční tržby	380 202	316 255	241 528	313 731	215 652
Zásoby	22 911	11 253	22 871	25 255	22 212
Doba obratu zásob	21,69	12,81	34,09	28,71	37,08

Vyhodnocení:

Tento ukazatel je velmi podobný s obratem zásob. Udává nám průměrný počet dnů, kdy jsou zásoby v podniku vázány až do fáze jejich spotřebování nebo prodeje.

V roce 2009 byla doba obratu nejnižší a to 12,81 dnů. Z toho vyplývá, že firma příliš velké množství zásob ve skladu nevázala. V letech 2008, 2010, 2011 a 2012 doba obratu velmi vzrostla a to z důvodu velkého množství rozpracovaných zakázek, jak jsem se již zmiňovala ve vyhodnocení obratu zásob.

- Doba obratu pohledávek

$$\text{doba splatnosti pohledávek} = \frac{\text{pohledávky}}{(\text{tržby}/360)} \quad [\text{dny}]$$

Tab. 11 : Doba obratu pohledávek (v celých tisících Kč)

Název veličiny	2008	2009	2010	2011	2012
Pohledávky	61 576	59 249	59 806	74 469	34 841
Roční tržby	380 202	316 255	241 528	313 731	215 652
Doba obratu pohledávek	58,3	67,44	89,14	85,45	58,16

Vyhodnocení:

Ukazatel doby splatnosti pohledávek nám udává počet dnů, než firma dostane zaplacení za prodané služby a výrobky. Výsledkem je počet dnů, během kterých je inkaso peněz za každodenní tržby zadrženo v pohledávkách. Pokud je doba obratu pohledávek delší než běžná doba splatnosti, tak to znamená, že obchodní partneři neplatí své účty včas. Podnik by si měl tento ukazatel hlídat, aby se kvůli dlouhodobým nesplaceným pohledávkám nedostal do finančních potíží.

Firma má dobu splatnosti nastavenou individuálně podle typů zakázek. Průměrná splatnost se pohybuje mezi 1 - 2 měsíci. V jednotlivých sledovaných letech se doba splatnosti pohledávek neustále zvyšuje. Je to způsobeno nárůstem pohledávek po lhůtě splatnosti. V roce 2008 4 312 tis. Kč, v roce 2009 2 208 tis. Kč, v roce 2010 9 458 tis. Kč a v roce 2011 se vyšplhaly až na vysokých 39 865 tis. Kč. V roce 2012 poklesly na 9 968 tis. Kč. Firma velmi nerada vymáhá pohledávky právní cestou, a proto se se svými dlužníky vždy snaží domluvit. Ideální je pro obě strany splácení pohledávek formou splátkového kalendáře. Zatím se společnosti stalo pouze jednou, že musela vymáhat pohledávky za pomoci právníka.

- Doba obratu krátkodobých závazků

$$\text{doba splatnosti krátkodobých závazků} = \frac{\text{krátkodobé závazky}}{(\text{tržby}/360)} \quad [\text{dny}]$$

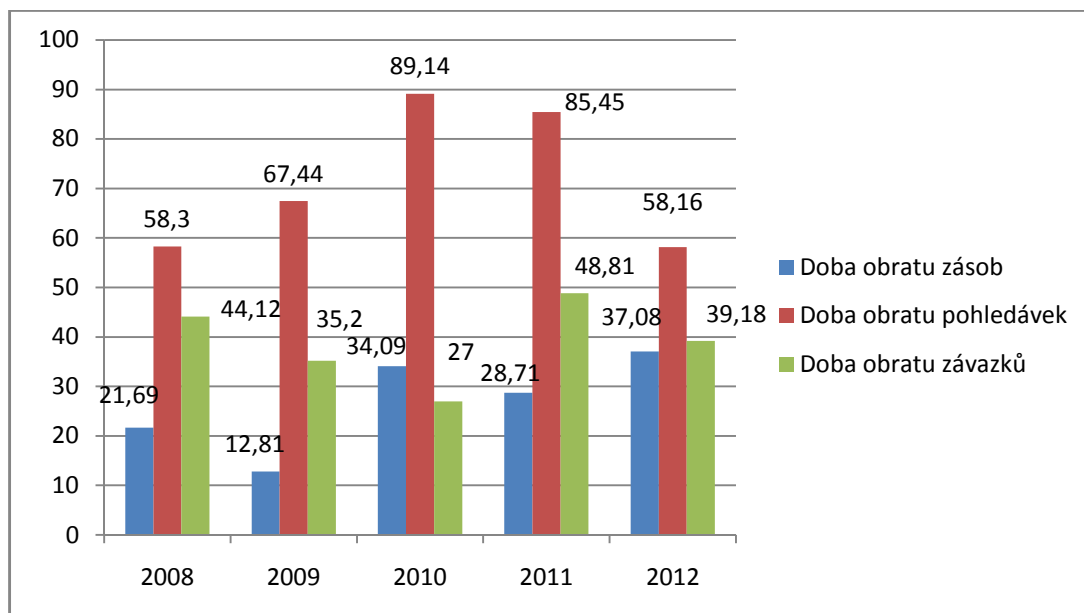
Tab. 12 - Doba obratu krátkodobých závazků (v celých tisících Kč)

Název veličiny	2008	2009	2010	2011	2012
Krátkodobé závazky	46 595	30 919	18 113	42 537	23 472
Roční tržby	380 202	316 255	241 528	313 731	215 652
Doba obratu závazků	44,12	35,2	27	48,81	39,18

Vyhodnocení:

Ukazatel doby splatnosti krátkodobých závazků nám udává počet dnů, po které firma od svých dodavatelů využívá bezplatný úvěr. V souvislosti s dobou inkasa tržeb je dobré zjistit jaká je platební morálka firmy vůči jejím dodavatelům.

Dodavatelé mají průměrnou dobu splatnosti nastavenou průměrně 30 - 40 dnů. Z vypočtených ukazatelů je zřejmé, že firma tuto dobu splatnosti dodržuje s výjimkou roku 2011, kdy své závazky vyplácela se zpožděním. To mohlo být způsobeno prudkým nárůstem pohledávek po splatnosti



Graf 7 - Ukazatelé doby obratu

Z grafu je patrné, že firma RAPOS, spol. s r.o. je ve splácení svých závazků velmi přesná. Vždy se snaží mít závazky splacené v termínu a tím si i udržuje dobré jméno na trhu. Bohužel výše pohledávek po lhůtě splatnosti se každým rokem zvyšuje a tím narostla i doba obratu pohledávek. Proto firma musí častokrát využít kontokorentní úvěr pro splacení svých závazků.

Likvidita

- Běžná likvidita

$$\text{běžná likvidita} = \frac{\text{oběžná aktiva}}{\text{krátkodobé závazky}}$$

Tab. 13 - Běžná likvidita (v celých tisících Kč)

Název veličiny	2008	2009	2010	2011	2012
Oběžná aktiva	87 128	81 197	89 211	102 088	80 244
Krátkodobé závazky	46 595	30 919	18 113	42 537	23 472
Běžná likvidita	1,87	2,62	4,92	2,40	3,42

Vyhodnocení:

Ukazatel běžné likvidity nám ukazuje, kolikrát jsou oběžná aktiva vyšší než krátkodobé závazky. Hodnota by měla být co nejvyšší a neměla by klesnout pod 1,5, aby se podnik nedostal do platební neschopnosti.

Největší část oběžných aktiv tvoří krátkodobé pohledávky. Společnost by si měla hlídat, aby byly vždy včas splaceny. Pokud by tomu tak nebylo, mohla by se dostat do platební neschopnosti. Ve všech sledovaných letech byla hodnota ukazatele vždy vyšší než 1,5. Nejvyšší byla v roce 2010 a to 4,92. I v tomto roce tvoří téměř 67% oběžných aktiv krátkodobé závazky. Pokud si firma tento ukazatel i nadále udrží v takovýchto číslech a pohlídá si hrazení pohledávek v době splatnosti, neměla by mít problémy s platební schopností.

- Pohotová likvidita

$$\text{pohotov\acute{a} likvidita} = \frac{\text{ob\text{e}\text{ž}n\acute{a} aktiva - z\acute{a}sob y}{\text{kr\acute{a}tkodob\acute{e} z\acute{a}vazky}}$$

Tab. 14 - Pohotov\acute{a} likvidita (v cel\fd{y}ch tis\fd{ı}c\fd{ı}ch K\fd{c})

N\fd{a}zev veli\fd{c}iny	2008	2009	2010	2011	2012
Ob\text{e}\text{ž}n\acute{a} aktiva	87 128	81 197	89 211	102 088	80 244
Z\acute{a}sob y	22 911	11 253	22 871	25 255	22 212
Kr\acute{a}tkodob\acute{e} z\acute{a}vazky	46 595	30 919	18 113	42 537	23 472
Pohotov\acute{a} likvidita	1,37	2,26	3,66	1,80	2,47

Vyhodnocen\fd{ı}:

Ukazatel pohotov\acute{e} likvidity je zp\fd{r}\fd{ı}sn\fd{e}n\fd{ı}m b\text{e}\text{ž}n\acute{e} likvidity. Od ob\text{e}\text{ž}n\fd{y}ch aktiv jsme ode\fd{c}etli nejm\fd{e}n\fd{e} likvidn\fd{ı} \fd{c}\fd{a}st – z\acute{a}sob y. Ty jsou nejh\fd{u}\fd{r}e p\fd{r}em\fd{e}niteln\fd{e} na pen\fd{ı}ze. Pro zachov\fd{a}n\fd{ı} likvidity by tato hodnota nem\fd{e}la klesnout pod 1.

Z tabulky m\fd{u}\fd{z}eme vid\fd{e}t, \fd{z}e ani v jednom roce hodnota pohotov\acute{e} likvidity neklesla pod hodnotu 1. Tento v\fd{y}sledek je pozitivn\fd{ı} a i platebn\fd{ı} schopnost podniku byla ve v\fd{e}ch letech v po\fd{r}\fd{a}dku. V roce 2008 je rozd\fd{ı}l mezi b\text{e}\text{ž}nou a pohotovou likviditou nejmen\fd{ı} a to d\fd{ı}ky vysok\fd{y}m kr\acute{a}tkodob\fd{y}m z\acute{a}vazk\fd{u}m. V dal\fd{ı}ch letech, kde je z\acute{a}sob y v\fd{ı}ce, je tento rozd\fd{ı}l o n\fd{e}co v\fd{e}t\fd{ı}\fd{ı}.

- Okam\fd{z}it\fd{a} likvidita

$$\text{okam\fd{z}it\fd{a} likvidita} = \frac{\text{finan\fd{c}n\fd{ı} majetek}}{\text{kr\acute{a}tkodob\acute{e} z\acute{a}vazky}}$$

Tab. 15 - Okam\fd{z}it\fd{a} likvidita (v cel\fd{y}ch tis\fd{ı}c\fd{ı}ch K\fd{c})

N\fd{a}zev veli\fd{c}iny	2008	2009	2010	2011	2012
Finan\fd{c}n\fd{ı} majetek	1 941	9 995	5 834	1 664	22 491
Kr\acute{a}tkodob\acute{e} z\acute{a}vazky	46 595	30 919	18 113	42 537	23 472
Okam\fd{z}it\fd{a} likvidita	0,05	0,32	0,32	0,04	0,96

Vyhodnocení:

Ukazatel okamžité likvidity vyjadřuje schopnost firmy uhradit své splatné dluhy. Hodnota ukazatele by měla být alespoň 0,2.

V letech 2009, 2010 a 2012 byl ukazatel likvidity vyšší, jak 0,2. Ve všech třech letech byl objem finančních prostředků ke krátkodobým závazkům postačující. V roce 2008 a 2011 tento ukazatel klesl pod kritickou hodnotu a to na hodnotu pouze 0,05 a 0,04. Tento pokles byl způsoben velkým snížením finančního majetku a to z důvodu rozdělení 6 000 tis. Kč mezi společníky firmy.

Zadluženost

- Celková zadluženost

$$\text{celková zadluženost} = \frac{\text{cizí kapitál}}{\text{celková aktiva}} \quad [\%]$$

Tab. 16 - Celková zadluženost (v celých tisících Kč)

Název veličiny	2008	2009	2010	2011	2012
Cizí kapitál	46 595	30 919	24 819	44 459	23 472
Leasing	3 948	2 332	1 222	691	253
Celková aktiva	103 506	97 892	100 495	110 392	86 958
Celková zadluženost	48,83	33,96	25,91	40,90	27

Vyhodnocení:

Tento ukazatel vyjadřuje, jaká je celková zadluženost firmy. Vypočítá se jako podíl cizího kapitálu (celkového dluhu) k celkovým aktivům. Čím je větší hodnota tohoto ukazatele, tím je větší finanční riziko.

Ve všech pěti sledovaných letech je hodnota celkové zadluženosti pod 50%. To znamená, že celková aktiva firmy jsou jen z části pokryta cizím kapitálem. Většinu aktiv společnosti pokrývá její vlastní kapitál. To je velmi pozitivní pro její věřitele a investory.

- Dlouhodobá zadluženost

$$\text{dlouhodobá zadluženost} = \frac{\text{dlouhodobý cizí kapitál}}{\text{celková aktiva}} \quad [\%]$$

Tab. 17 - Dlouhodobá zadluženost (v celých tisících Kč)

Název veličiny	2008	2009	2010	2011	2012
Dlouhodobý cizí kapitál (leasing)	3 948	2 332	1 222	691	253
Celková aktiva	103 506	97 892	100 495	110 392	86 958
Dlouhodobá zadluženost	3,81	2,38	1,22	0,63	0,29

Vyhodnocení:

Ukazatel dlouhodobé zadluženosti vyjadřuje, jak velká část aktiv podniku je financována dlouhodobými dluhy. Pomáhá společnosti určit správný poměr dlouhodobých a krátkodobých cizích zdrojů.

Z tabulky je zřejmé, že firma má pouze jediný zdroj dlouhodobého cizího kapitálu a to je leasing. Aktiva získaná prostřednictvím leasingu se neobjevují v rozvaze, a proto jsem ve firmě požádala o přílohu k účetní závěrce, kde je hodnota leasingu zaznamenána. Firma použila finance získané prostřednictvím leasingu na pořízení dlouhodobého hmotného majetku. Ve všech sledovaných obdobích však leasing tvoří jen velmi malou část celkových aktiv.

- Běžná zadluženost

$$\text{běžná zadluženost} = \frac{\text{krátkodobý cizí kapitál}}{\text{celková aktiva}} \quad [\%]$$

Tab. 18 - Běžná zadluženost (v celých tisících Kč)

Název veličiny	2008	2009	2010	2011	2012
Krátkodobý cizí kapitál	46 595	30 919	24 819	44 459	23 472
Celková aktiva	103 506	97 892	100 495	110 392	86 958
Běžná zadluženost	45,02	31,58	24,7	40,27	26,99

Vyhodnocení:

Ukazatel běžné zadluženosti poměří krátkodobý cizí kapitál s celkovými aktivy. Do krátkodobých cizích zdrojů zahrnujeme krátkodobé závazky, běžné bankovní úvěry, pasivní přechodné a dohadné položky.

Ani v jednom sledovaném roce se tento ukazatel nepřehoupl přes 50% a to znamená, že méně jak polovina celkových aktiv je kryta krátkodobým cizím kapitálem. Tento způsob financování aktiv, kde je množství krátkodobých cizích zdrojů nízké, můžeme charakterizovat jako konzervativní. Podnik využívá dlouhodobý kapitál nejen k financování stálých aktiv a trvale potřebných oběžných aktiv, ale i ke krytí dočasných oběžných aktiv. Krátkodobé cizí zdroje používá velmi málo nebo jen v mimořádných případech.

- Úrokové krytí

$$\text{úrokové krytí} = \frac{\text{zisk před úroky a zdaněním}}{\text{nákladové úroky}} \quad [\text{krát}]$$

Tab. 19 - Úrokové krytí (v celých tisících Kč)

Název veličiny	2008	2009	2010	2011	2012
Zisk před úroky a zdaněním	12 324	13 087	4 610	1 883	1 576
Nákladové úroky	75	13	56	213	7
Úrokové krytí	164,32	1006,69	82,32	8,84	225,14

Vyhodnocení:

Ukazatel úrokového krytí informuje o tom, kolikrát převyšuje zisk placené úroky. Je stanoveno, že ideální je, pokud jsou úroky pokryty ziskem 4x.

Ve všech letech měla firma nákladové úroky ve velmi malé výši, která nepředstavuje vzhledem k dosaženému zisku finanční zátěž. Zisk převyšuje nákladové úroky mnohanásobně. V roce 2009 dokonce až 1006,69 krát. Je to z toho důvodu, že podnik čerpá vypůjčené peníze pouze formou kontokorentu, na kterém v případě včasného splacení nevznikají žádné úroky. Tímto si podnik hlídá, aby se netvořily zbytečné další náklady. Pouze v roce 2011 je hodnota úrokového krytí pouhých 8,84, ale i to je poměrně dobrý výsledek vzhledem ke statistikám.

7.3.3 Výsledné shrnutí finančního zdraví podniku

Altmanův index

$$Z = 0,717 * X1 + 0,847 * X2 + 3,107 * X3 + 0,420 * X4 + 0,998 * X5$$

kde:

- X1 pracovní kapitál / celková aktiva
- X2 zisk po zdanění / celková aktiva
- X3 zisk / celková aktiva
- X4 hodnota základního kapitálu / hodnota dluhu
- X5 tržby / celková aktiva

pokud: $Z > 2,90$ podnik ve výborném finančním zdraví
 $Z < 1,20$ podnik na pokraji bankrotu

Tab. 20 – Altmanův index

Jednotlivé veličiny	2008	2009	2010	2011	2012
X1	56 911 / 103 506 = 0,55	66 973 / 97 892 = 0,68	70 187/100 495 = 0,7	65 019/110 392 = 0,59	63 176/86 959 = 0,73
X2	9 731 / 103 506 = 0,09	10 089 / 97 892 = 0,10	3 344/100 495 = 0,033	1 134/110 392 = 0,01	999/86 959 = 0,01
X3	12 324 / 103 506 = 0,12	13 087 / 97 892 = 0,13	4 610/ 100 495 = 0,05	1 883/110 392 = 0,012	1 576/86 959 = 0,018
X4	5 100 / 46 595 = 0,11	5 100 / 30 191 = 0,17	5 100/24 819 = 0,21	5 100/44 454 = 0,12	5 100/23 472 = 0,22
X5	365 959 / 103 506 = 3,54	327 872 / 97 892 = 3,35	229 868/ 100 495 = 2,29	311 280/110 392 = 2,82	215 652/86 959 = 2,48
Z	4,42	4,39	3,06	3,33	3,14

Vyhodnocení:

Pomocí Altmanovy analýzy jsme zjistili index finančního zdraví podniku stanovený z pohledu věřitelů. Ve všech hodnocených letech nám vyšlo $Z > 2,90$ a to pro nás znamená, že je podnik Rapos, spol. s r.o. ve velmi dobrém finančním zdraví. V roce 2011 se přiblížil hraniční hodnotě, ale stále se pohyboval mírně nad hodnotou 3. Tento pokles byl způsoben projevením finanční krize a poklesem výstavby, jak již bylo zmíněno u předchozích ukazatelů. Můžeme tedy zhodnotit, že je podnik ve výborném finančním zdraví a do budoucna při nárůstu výstavby a znovu rozjetí stavebního trhu si firma Rapos, spol. s r.o. povede ještě lépe.

7.4 FINANČNÍ PLÁN PODNIKU

Zpracovávání finančního plánu podniku bylo založeno na předpokládaném vývoji stavebního trhu a především na zkušenostech vedení podniku. V současné době je situace na trhu díky neustálému působení hospodářské krize velmi nejistá. Dle výzkumů analytiků by se však stavební trh měl pozvolna rozběhnout a můžeme tedy v budoucnu očekávat mírný růst.

Hlavním příjmem podniku jsou tržby za prodej výkonů a služeb, které činí 98 %. Zbýlé 2 % jsou tvořeny tržbami za prodej zboží. Hlavními zákazníky firmy jsou jak veřejné tak státní instituce, pro které vykonává rekonstrukce i výstavby. Tržby podniku jsou tedy závislé na finanční situaci na trhu. Pokud budou peníze ať ve státním, či soukromém sektoru, podnik bude stavět a prosperovat.

Údaje v tabulkách jsou uvedeny v tis. Kč.

7.4.1 Plán výkazu zisku a ztráty

Plán tržeb

Pro stavební podnik Rapos jsou nejdůležitějším faktorem tržby za výkony, ze kterých se odvíjí celý finanční plán. Tržby za prodej zboží tvoří okolo 2% z celkových tržeb, proto jsou připočítány k tržbám za výkony.

Na významný pokles tržeb měla vliv finanční krize v roce 2009 díky, které poklesla stavební výroba o více než 20%. Jak již bylo zmíněno, ve stavebnictví se projevuje se zpožděním a proto je pokles patrný až od roku 2010. Výchozím rokem pro plán tržeb tedy považují rok 2009. Vůči tomuto roku můžeme sledovat výrazný pokles tržeb v dalších letech. V roce 2012 je až na 32 %. Dle předpokladů vedení firmy je v dalších letech stanoven postupný nárůst tržeb o 1,5 %. Jedná se o pesimistickou variantu pro podnik, ale s nejistou situací na stavebním trhu podnik raději počítá s touto variantou.

Pomocný výpočet:

Prognóza tržeb	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Tržby za výkony	316 184	240 719	313 639	215 163	219 753	224 496	229 239
Změna oproti roku 2009	-	-23,9%	-1%	-32%	-30,5%	-29%	-27,5%

Plán hlavních nákladů

Plán hlavních nákladů je tvořen procentuelně z tržeb. Hlavní náklady pro podnik tvoří výkonová spotřeba, k níž je připočítána zanedbatelná položka nákladů na prodej zboží. Z vertikální analýzy výkazu zisku a ztráty se výkonová spotřeba pohybuje okolo 77 %. Plán nákladů pro další roky je stanoven stejným způsobem.

Pomocný výpočet:

Prognóza nákladů	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Výkonová spotřeba cca 75% z tržeb	237 370	182 720	259 037	169 117	169 210	172 862	176 514

Plán obchodní marže

Z plánu tržeb za prodej zboží a z plánu nákladů na prodej zboží je stanovena plánovaná obchodní marže. Tržby za prodej zboží v podniku tvoří zanedbatelnou část, proto je obchodní marže stanovena stejná jako v roce 2012.

Pomocný výpočet:

Prognóza obchodní marže	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Obchodní marže	8	4	- 4	8	8	8	8

Plán přidané hodnoty

Přidaná hodnota se vypočte jako součet obchodní marže a výkonů a následným odečtením výkonové spotřeby.

Pomocný výpočet:

Prognóza přidané hodnoty	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Přidaná hodnota	78 814	57 999	54 602	46 046	50 551	51 642	52 733

Plán osobních nákladů

Počet zaměstnanců podniku v průběhu posledních let klesl ze 120 zaměstnanců na 80. Pro sestavení plánu osobních nákladů se předpokládá, že počet zaměstnanců již

klesat nebude. Plán bude sestaven pro počet 80 zaměstnanců. Vzhledem k poklesu počtu zaměstnanců se v jednotlivých letech snížily osobní náklady podniku. Objem sociálního a zdravotního pojištění se s výhledem předpokládá na 34 %. Průměrné mzdové náklady se odvíjí od obrátu firmy a sociální náklady se odvíjí od minulých let (zahrnují příspěvky na stravné a penzijní připojištění). Pro vývoj mzdových nákladů je stanoveno tempo růstu 1,5% a to z důvodu vhodného ohodnocení a udržení kvalitních zaměstnanců.

Pomocný výpočet:

Prognóza osobních nákladů	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Počet zaměstnanců	120	95	95	80	80	80	80
Osobní náklady celkem	60 456	48 325	48 139	41 013	41 629	42 243	42 859
Mzdy	45 065	35 849	35 539	30 305	30 760	31 214	31 669
SZP (34%)	14 933	12 004	11 994	10 211	10 364	10 517	10 670
Sociální náklady	458	472	606	497	505	512	520

Plán daní a poplatků

Daně a poplatky firmy zahrnují asi 0,12% obrátu a můžeme je považovat za téměř zanedbatelné. Pouze v roce 2009 byl zaznamenán nárůst a to z důvodu placení poplatků za pořízení certifikátů pro zvýšení kvalifikace podniku. Do budoucna je předpokládána výše daní a poplatků srovnatelná jako v roce 2012. Firma pořizování nových certifikátů zatím neplánuje.

Pomocný výpočet:

Prognóza daní a poplatků	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Daně a poplatky	623	547	481	409	415	421	427

Plán odpisů dlouhodobého majetku

Roční odpisy firmy se v průměru pohybovaly okolo 3 mil. ročně. Tato výše je dána odpisováním budov ve vlastnictví podniku, dopravních prostředků a stavebních strojů sloužících k provozování stavebních činností. Bohužel mi nebyl poskytnut přesný

rozpis odepisovaného majetku, a proto jsou odpisy zvoleny podle plánu a odhadu vedení v rozsahu od 2,5 mil. do 3 mil. korun.

Firma k odepisování používá odepisování rovnoměrné i daňově zrychlené a to podle typu odepisovaného majetku. Délku a způsob odepisování si volí majitelé sami. Po skončení doby odepisování je majetek buď prodán, vyřazen nebo ponechán pro používání. Pokud dojde k odprodeji nebo vyřazení majetku, podnik nakoupí nový majetek a odpisy se obnovují.

Pomocný výpočet:

Prognóza odpisů	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Odpisy DM	3 614	3 325	3 050	2 432	1 963	1 573	1 267

Plán tržeb z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu

Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu tvoří velmi malý objem provozního hospodářského výsledku podniku. Pouze v roce 2010 se pohybovaly na hranici 800 tis. korun a to z důvodu prodeje málo využívaného stavebního stroje (stroj nevyužíván díky poklesu zakázek). V roce 2012 pak opět mírně vzrostly a to díky prodeji 2 služebních automobilů ve výši 300 tis. korun. V následujících letech firma neplánuje objemově velký prodej dlouhodobého majetku, proto se v plánu výkazu tato položka příliš neprojeví.

Pomocný výpočet:

Prognóza tržeb z DHM	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Tržby z DHM	71	809	126	489	85	60	102

Plán ostatních provozních výnosů a nákladů

Ostatní provozní výnosy podniku zahrnují dotace, bonusy za včasné zaplacení faktur a především výnosy z penále odběratelů. Za poslední roky činí výše ostatních provozních výnosů kolem 1 % z obrátu firmy.

Ostatní provozní náklady činily v minulosti 2,5 % z obrátu podniku a zahrnují především dary, smluvní pokuty a úroky z prodlení, škody a inventarizační rozdíly.

Do budoucna je velmi těžké plánovat tyto položky, proto byly zvoleny zmíněná procenta vyplývající z minulosti.

Pomocný výpočet:

Prognóza ostatních výnosů a nákladů	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Ostatní p. výnosy	799	444	644	294	506	516	527
Ostatní p. náklady	1 653	1 461	1 476	944	1 264	1 291	1 318

Plán nákladových a výnosových úroků a bankovních úvěrů

Podnik využívá bankovní úvěry nepravidelně. Krátkodobý bankovní úvěr využíval v letech 2010 a 2011. V současné době majitelé využívání bankovních úvěrů neplánují. V případě potřeby podnik využívá kontokorentní úvěr k pokrytí přechodného nedostatku finančních prostředků, který buď v rámci bezúročného období doplatí, nebo zaplatí téměř zanedbatelný úrok. Nákladové úroky se proto pohybují na velmi nízké úrovni. Naopak výnosové úroky tvořeny výnosy z dlouhodobého finančního majetku zanedbatelné nejsou. V jednotlivých letech se vyšplhaly nad 100 tis. korun.

Plánování úvěrového zatížení pro další roky je nejisté. Podnik zatím neplánuje využívání dlouhodobých bankovních úvěrů. Podnik se tedy nebude do budoucna dlouhodobě zadlužovat. Jako formu bezúročného krátkodobého úvěru bude i nadále využívat podnikatelský kontokorent.

Pomocný výpočet:

Prognóza nákladových a výnosových úroků	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Nákladové úroky	13	56	213	7	10	8	11
Výnosové úroky	147	118	70	124	130	135	140

Plán ostatních finančních nákladů

Ostatní finanční náklady zahrnují bankovní výlohy firmy a kurzovní ztráty. V plánu jsou stanoveny dle procentuelní výše minulosti, kde se pohybovaly kolem 1,5 % obrátu firmy.

Pomocný výpočet:

Prognóza OFN	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Ostatní finanční náklady	704	1 115	883	603	759	774	790

Plán daně z příjmů za běžnou činnost

Sazba daně z příjmu již byla zmíněna ve strategické analýze podniku. Pro rok 2013 a 2014 je stanovena 19 %. Pro další roky můžeme očekávat nárůst na 20 %.

Výsledkem předpokladů a propočtů je plán výkazu zisku a ztráty. V konečné fázi jsou vypočteny výsledky hospodaření – provozní, finanční a za běžné účetní období (viz Tab. 21)

Tab. 21 – Plánovaný výkaz zisků a ztráty

TEXT	Rok						
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2013
Tržby za prodej zboží	40	43	34	46	42	46	40
Náklady vynaložené na prodané zboží	32	39	38	38	34	38	32
Obchodní marže	8	4	-4	8	8	8	8
Výkony	316 144	240 676	313 605	215 117	219 711	224 450	229 199
Výkonová spotřeba	237 338	182 681	259 037	169 117	169 210	172 862	176 514
Přidaná hodnota	78 814	57 999	54 602	46 046	50 551	51 642	52 733
Osobní náklady	60 465	48 325	48 139	41 013	41 629	42 243	42 859
Mzdové náklady	45 065	35 849	35 539	30 305	30 760	31 214	31 669
SZP (34%)	14 933	12 004	11 994	10 211	10 364	10 517	10 670
Sociální náklady	458	472	606	497	505	512	520
Daně a poplatky	623	547	481	409	415	421	427
Odpisy DNM a DHM	3 614	3 325	3 050	2 432	2 796	2 573	2 367
Tržby z prodeje DM a materiálů	71	809	126	489	85	60	102
Změna stavu rezerv a opr. položek v provozní oblasti	-319	-373	-374	-33	0	0	0
Ostatní provozní výnosy	799	444	644	294	506	516	527
Ostatní provozní náklady	1 653	1 461	1 476	944	1 264	1 291	1 318
Převod provozních výnosů	0	12 049	10 751	0	0	0	0
Převod provozních nákladů	0	12 013	10 442	2	0	0	0
Provozní VH	13 657	5 663	2 909	2 062	5 038	5 690	6 391
Výnosové úroky	147	118	70	124	130	135	140
Nákladové úroky	13	56	213	7	10	8	11
Ostatní finanční náklady	704	1 115	883	603	759	774	790
Finanční VH	-570	-1 053	-1 026	-486	-639	-647	-661
Daň z příjmu za běžnou činnost	2 487	876	358	299	836	958	1 089
VH za běžnou činnost	10 600	3 734	1 525	1 277	3 563	4 085	4 641
Mimořádný VH	0	0	0	0	0	0	0
VH za účetní období	10 600	3 734	1 525	1 277	3 563	4 085	4 641
VH před zdaněním	13 087	4 610	1 883	1 576	4 399	5 043	5 730

7.4.2 Plán rozvahy

Aktiva

Plán stálých aktiv

Položka „Pozemky“ zůstává v rámci podnikových plánů stejná. Vedení neplánuje ani rozšíření ani prodej nevyužívaných pozemků. Je to především z důvodu nejistého vývoje trhu a také z důvodu velkého poklesu cen nemovitostí.

Stejná situace platí i pro „Stavby“. Drobná změna proběhla pouze v roce 2012, kdy podnik provedl menší rekonstrukci vlastní budovy, čímž se mírně zvýšila její hodnota.

„Samostatné věci movité“ – do této položky podnik zahrnuje nové investice do DHM, které jsou následně odepisovány (stavební stroje, nákladní automobil, služební osobní automobily). Zde je důležité promítnutí prodeje stavebního stroje v roce 2010 a dvou osobních automobilů v roce 2012 a následný plánovaný nákup služebních automobilů v hodnotě od 500 tis. do 800 tis. korun v letech 2013 a 2015.

Dlouhodobý finanční majetek poklesl výrazně v roce 2010, kdy došlo ke splacení poskytnutých úvěrů. V roce 2011 navíc došlo k prodeji podílů na palivech. Do budoucna však podnik plánuje zpětný nákup těchto podílů, protože se jedná o výhodnou investici, která přináší zisk.

Plán oběžných aktiv

Pro plán zásob vycházíme z analýzy doby obratu zásob, kde průměrná doba obratu je 30 dnů. Do budoucna se podnik pokusí udržet si tuto hodnotu a případně ji mírně snížit. Z vertikální analýzy je také zřejmé, že zásoby tvoří druhou procentuelně nejvyšší položku aktiv a pohybují se průměrně v rozmezí 15-20 %.

Pomocný výpočet:

Prognóza zásob	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Roční tržby	316 255	241 528	313 731	215 163	219 753	224 496	229 239
Zásoby	11 253	22 871	25 255	22 212	20 144	19 332	19 103
Doba obratu	13	34	29	37	33	31	30

Hodnota dlouhodobých pohledávek je stále stejná a neměnná, jak můžeme posoudit dle analýzy minulých let, proto i pro plán oběžných aktiv zůstává stejná.

Krátkodobé pohledávky procentuelně tvoří největší část oběžných aktiv a to průměrně 50 %. Jedná se především o pohledávky z obchodních styků. Proto opět vycházíme z poměrového ukazatele a to doby obratu krátkodobých pohledávek.

Pomocný výpočet:

Prognóza krátk. pohledávek	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Roční tržby	316 255	241 528	313 731	215 163	219 753	224 496	229 239
Pohledávky	59 249	59 806	74 469	34 841	36 626	37 416	36 933
Doba obratu	67	89	85	58	60	60	60

Krátkodobý finanční majetek byl stanoven odhadem analýzy minulých let. Tento majetek se může ze dne na den měnit, proto není možné jej přesně výhledově stanovit.

Časové rozlišení bude v roce 2013 sníženo na 253 tis. korun vlivem doplacení leasingu a v dalších letech opět narůstá a to z důvodu koupě automobilů. Plánovaná aktiva podniku jsou přehledně sestavena v Tab. 22.

Tab. 22 – Plánovaná aktiva podniku

AKTIVA	Rok						
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2013
AKTIVA CELKEM	97 892	100 495	110 392	86 959	87 257	87 672	87 898
Stálá aktiva	15 720	10 620	7 695	6 234	5 728	5 042	4 568
DHM	12 987	10 277	7 656	6 096	5 490	4 709	4 225
Pozemky	1 383	1 383	1 383	1 383	1 383	1 383	1 383
Stavby	1 859	1 562	1 454	1 539	1 439	1 358	1 299
Samostatné movité věci	8 542	6 166	4 036	2 411	1 923	1 236	828
Jiný DHM	838	801	783	763	745	732	715
Nedokončený DHM	365	365	0	0	0	0	0
DFM	2 733	343	39	138	238	333	343
Podíly	333	343	39	138	238	333	343
Jiný DFM	2 400	0	0	0	0	0	0
Oběžná aktiva	81 197	89 211	102 088	80 244	81 276	81 640	82 645
Zásoby	11 253	22 871	25 255	22 212	20 144	19 332	19 103
Dlouhodobé pohl.	700	700	700	700	700	700	700
Krátkodobé pohl.	59 249	59 806	74 469	34 841	43 493	44 692	44 574
Pohledávky z obchodních vztahů	52 454	52 224	68 180	30 735	36 626	37 416	38 206
Jiné pohledávky	6 795	7 582	6 289	4 106	6 867	7 276	6 368
KFM	9 995	5 834	1 664	22 491	16 939	16 916	18 268
Peníze	1 021	606	930	514	689	720	915
Účty v bankách	8 974	5 228	734	21 977	16 250	16 196	17 353
Časové rozlišení	975	664	609	481	253	990	685

Pasiva

Plán vlastního kapitálu

Při sestavování plánu pasiv ponecháme výši základního kapitálu 5 100 tis korun. Také rezervní fond ponecháme ve výši 10% ze základního kapitálu.

Položka „kapitálové fondy“ obsahuje oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků. K této položce mi bohužel nebyly poskytnuty bližší podklady, proto byla ponechána i v následujících letech v podobné výši. Majetek podniku se výrazným způsobem měnit nebude, proto tato položka nemá významný vliv v plánu vlastního kapitálu.

Výsledky hospodaření minulých let se odvíjí od nerozděleného zisku minulých let. Z analýzy předcházejících let vyplývá, že si majitelé vždy určitou část ze zisku

rozdělují. Po projednání je stanovena výše nerozděleného zisku v jednotlivých letech 1 mil. korun.

Plán cizích zdrojů

Hlavní položku cizích zdrojů tvoří krátkodobé závazky z obchodních vztahů. Cílem podniku je udržení doby obratu krátkodobých závazků do 40ti dnů. Prognóza do budoucna je vztažena k tržbám za prodej zboží a za výkony. V dalších letech je cílem podniku snížit dobu obratu na 30 dnů. To však se současnou nepříznivou situací v regionu a na trhu bohužel není příliš reálné.

Pomocný výpočet:

Prognóza kr. závazků	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Roční tržby	316 255	241 528	313 731	215 163	219 753	224 496	229 239
Kr. závazky	30 919	18 113	42 537	23 472	23 807	23 696	22 924
Doba obratu	35	27	49	39	39	38	36

Bankovní úvěry v budoucích letech podnik neplánuje. Plán časového rozlišení je ponechán v přibližné výši jako doposud. Z analýzy minulých let se pohyboval okolo 300 tis. Plánovaná pasiva podniku jsou přehledně sestavena v Tab. 23.

Tab. 23 – Plánovaná pasiva podniku

PASIVA	Rok						
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2013
PASIVA CELKEM	97 892	100 495	110 392	86 959	87 257	87 672	87 898
Vlastní kapitál	66 973	70 187	65 019	63 176	63 197	63 691	64 664
Základní kapitál	66 973	70 187	65 019	63 176	63 197	63 691	64 664
Základní kapitál	5 100	5 100	5 100	5 100	5 100	5 100	5 100
Kapitálové fondy	-6 167	-6 157	-6 461	-6 362	-6 562	-6 473	-6 353
Rezervní fondy	510	510	510	510	510	510	510
Výsledek hospodaření minulých let	57 441	67 390	64 736	62 929	62 928	63 149	63 554
Výsledek hospodaření běžného účetního období	10 089	3 344	1 134	999	1 221	1 405	1 853
Cizí zdroje	30 919	24 819	44 459	23 472	23 807	23 696	22 924
Krátkodobé závazky	30 919	18 113	42 537	23 472	23 807	23 696	22 924
Závazky z obchodních vztahů	30 919	18 113	27 410	23 472	23 807	23 696	22 924
Bankovní úvěry a výpomoci	0	6 706	1 922	0	0	0	0
Časové rozlišení	0	5 489	914	311	253	285	310

7.5 VLASTNÍ OCENĚNÍ PODNIKU

Ocenění vybraného podniku je prováděno za účelem výpočtu jeho tržní hodnoty k 30.4.2013. Bude sloužit pro potřeby majitelů ke zjištění postavení firmy na regionálním trhu a k možnostem případných úprav a změn k ustání nepříznivé hospodářské situace.

Ocenění je provedeno dle výnosových metod, které byly představeny v teoretické části diplomové práce. Údaje v tabulkách jsou v tis. korunách.

7.5.1 Výpočet diskontní míry

Prvním krokem pro výnosové ocenění podniku je nutný výpočet diskontní míry. To se provádí buď na úrovni nákladů vlastního kapitálu (r_e) nebo na úrovni průměrných vážených nákladů kapitálu (WACC). Hodnota WACC nám vyjadřuje příjem, který očekávají investoři od podniku s ohledem na vlastnickou strukturu podniku a na vznik možných rizik. Výpočet diskontní míry na úrovni nákladů vlastního kapitálu je stanovován v rámci průměrných vážených nákladů na kapitál.

Výpočet průměrných vážených nákladů je dán vzorcem:

$$WACC = r_d * (1 - d) * D/C + r_e * E/C$$

kde:

- r_d náklady cizího kapitálu (úroková sazba za poskytnutý cizí kapitál)
- d sazba daně z příjmu
- D hodnota cizího kapitálu
- r_e náklady vlastního kapitálu
- E hodnota vlastního kapitálu
- C celková hodnota kapitálu ($D + E$)

Nejprve je stanovena hodnota jednotlivých složek kapitálu (v tis. korunách):

- vlastní kapitál $E = 63\,176$
- cizí kapitál $D = 0$
- celkový kapitál $D+E = 63\,176$

Podnik během roku, ke kterému je oceňován, již nevyužívá žádné bankovní úvěry, proto je hodnota celkového kapitálu rovna velikosti vlastního kapitálu. Z toho důvodu není třeba stanovit náklady na cizí kapitál.

Pro určení nákladů vlastního kapitálu je využit model CAMP (model oceňování kapitálových aktiv), který vychází ze vzorce:

$$r_e = r_f + \beta_i * (r_m - r_f)$$

kde:

r_f bezriziková míra (výnosnost dlouhodobých státních dluhopisů)

β_i systematické, tržní riziko investice

r_m očekávaný výnos trhu

$(r_m - r_f)$ tržní riziková prémie (ratingové hodnocení nebo odečtení)

Bezriziková míra r_f se odvíjí od výnosnosti dlouhodobých státních dluhopisů s dobou splatnosti 5 a více let. Pro období, ke kterému podnik oceňujeme je $r_f = 3,28$ %. [6] Koeficient β vyjadřuje citlivost investic na celkovou situaci na trhu a to z pohledu obchodního a finančního rizika. Výsledná hodnota koeficientu β by se měla pohybovat okolo 1.

$$\beta = 1 + OR + FR$$

kde:

OR přírážka za systematické obchodní riziko

FR přírážka za systematické finanční riziko

Pro určení přírážky za obchodní riziko je třeba brát v úvahu vliv finanční krize na stavební trh. Proto se jeho hodnota jen velmi těžko odhaduje. I přesto má však podnik kladné hospodářské výsledky. Podnik je zazen dle stupnice třídy rizika mírně nad střední hodnotu (viz. Příloha 5) a tedy $OR = 0,125$. Přírážka za finanční riziko byla stanovena z výpočtů celkové zadluženosti podniku. Zadluženost podniku v roce 2012 je na úrovni 27 % a tedy $FR = -0,07$. Výsledná hodnota β koeficientu je **1,055**.

Výpočet očekávaného výnosu celého trhu r_m je stanoven pomocí PX indexu. Tento index je cenovým indexem, při jehož výpočtu nezohledňujeme dividendové výnosy. Pro výpočet hodnoty r_m je třeba určit výnosnost tržního portfolia z indexu PX a to nejprve stanovením minima a maxima PX indexu a následným dopočítáním očekávaného výnosu trhu. Očekávaná výnosnost trhu je rovna $r_m = 11,95$ %. [7]

Následně jsou vypočteny náklady vlastního kapitálu a to ve výši:

$$r_e = 3,28 + 1,055 * (11,95 - 3,28) = \mathbf{12,43 \%}$$

Po vypočtení všech stěžejních veličit je dopočítána hodnota vážených průměrných nákladů kapitálu **WACC = 12,43 %**.

7.5.2 Ocenění metodou diskontovaného peněžního toku entity

Metoda DCF entity je v současnosti považována za základní metodu oceňování. Vychází z peněžních toků pro vlastníky a věřitele podniku (FCFF) – jedná se o peněžní toky firmy. Pro tuto metodu ocenění je nutný předpoklad nekonečně dlouhé působnosti firmy. Vývoj je rozdělen na dvě základní fáze. První je fáze finančního plánu společnosti pro roky 2012 až 2015. Druhá fáze zahrnuje období od konce roku 2015 až do nekonečna s konstantním tempem růstu.

První fáze ocenění zahrnuje stanovení volných peněžních toků pro jednotlivé roky prognózy. Ty vycházejí z výsledků hospodaření z provozní činnosti upravených o daň z příjmů, odpisy, pracovní kapitál a investice. Dále jsou tyto peněžní prostředky diskontovány úrokovou mírou WACC. Následným sečtením je získána současná hodnota první fáze ve výši 321 tis. Kč.

Tab. 24 – Výpočet hodnoty 1. fáze DCF entity

Popis	Rok			
	2012	2013	2014	2015
Zisk z provozní činnosti před daní	2 062	2 566	2 864	3 585
Sazba daně	19%	19%	19%	20%
- Upravená daň z příjmu	392	488	544	717
= Zisk z provozní činnosti po dani	1 670	2 078	2 320	2 868
+ Odpisy	2 432	1 963	1 573	1 267
= Předběžný peněžní tok	4 102	4 041	3 893	4 135
- Změna pracovního kapitálu	17 784	-7 620	-835	1 123
- Investice do dlouhodobého majetku	500	0	800	0
= Volný peněžní tok FCFF	-14 182	11 661	3 928	3 012
WACC	0,8894	0,7911	0,7036	0,6259
Diskontovaný volný peněžní tok FCFF	-12 613	9 225	2 764	1 885
Celkem FCFF 1. Fáze	1 261			

Pracovní kapitál je vypočten jako rozdíl oběžných aktiv a krátkodobých závazků. Změna je stanovena jako meziroční rozdíl.

Pomocný výpočet:

Popis	2011	2012	2013	2014	2015
Pracovní kapitál	27 619	45 403	37 783	36 948	38 071
Změna pracovního kapitálu	-	17 784	-7 620	-835	1 123

Druhá fáze ocenění je stanovena pro období od roku 2016, kdy již nejsou zpracovány finanční plány. Výpočet vychází stanovením pokračující hodnoty z Gordonova vzorce a následným diskontováním. Gordonův vzorec:

$$PH = FCFF_{T+1} / i_k - g$$

kde:

- T poslední rok prognózovaného období
- i_k průměrné náklady kapitálu = kalkulovaná úroková míra
- g předpokládané tempo růstu volného peněžního toku během celé 2. fáze;
5 % - stanoveno z analýz předpokladu vývoje trhu a HDP
- $FCFF_{T+1}$ volný peněžní tok firmy pro 2. fázi zvýšený o předpokládané tempo růstu
($FCFF_{T+1} = 3\,012 \cdot 1,05 = 3\,163$)

Podmínkou platnosti vzorce je $i_k > g$.

$$PH = 3\,163 / (0,1243 - 0,05) \text{ Kč} = 42\,571 \text{ tis.}$$

Dále je proveden výpočet hodnoty 2. fáze a to vynásobením pokračující hodnoty odúročitelem. Výsledná hodnota vlastního kapitálu je rovna součtu hodnoty 1. a 2. fáze.

Tab. 25 – Výpočet hodnoty podniku metodou DCF entity

Hodnota 1. fáze	1261
Pokračující hodnota	42 438
Diskontní míra 2. fáze	12,43%
Tempo růstu 2. fáze	5,00%
Odúročitel 2. fáze	0,6259
Hodnota 2. fáze	26 562
Výsledná hodnota vlastního kapitálu	27 823

Výsledná hodnota vlastního kapitálu podniku stanovená dvoufázovou metodou DCF entity je **27 823 tis. Kč**.

7.5.3 Ocenění metodou diskontovaného peněžního toku equity

Ocenění metodou DCF equity se od předchozí metody liší především způsobem volných peněžních prostředků a použitou diskontní mírou. Při použití této metody vycházíme z peněžních toků, které jsou k dispozici pouze vlastníkům podniku (FCFE). Peněžní toky jsou upravovány o úroky, splátky nových úvěrů a o nově přijaté úvěry. Jak již bylo zmíněno, podnik do budoucna přijetí nových úvěrů neplánuje. Diskontní míra je použita na úrovni nákladů vlastního kapitálu, tedy $r_e = 12,43 \%$.

Tab. 26 – Výpočet hodnoty 1. fáze DCF equity

Popis	Rok			
	2012	2013	2014	2015
Zisk z provozní činnosti po dani	1 670	2 078	2 320	2 868
+ Odpisy	2 432	1 963	1 573	1 267
- Změna pracovního kapitálu	17 784	-7 620	-835	1 123
- Investice do dlouhodobého majetku	500	0	800	0
= FCFF na úrovni podnikatelské jednotky - entity	-14 182	11 661	3 928	3 012
- Úroky z cizího kapitálu * (1-t) t...daňová sazba	6	8	7	9
- Splátka úvěrů	0	0	0	0
+ Nově přijaté úvěry	0	0	0	0
= Volný peněžní tok FCFE	-14 188	11 653	3 921	3 003
WACC	0,8894	0,7911	0,7036	0,6259
Diskontovaný volný peněžní tok FCFF	-12 619	9 219	2 759	1 880
Celkem FCFE 1. Fáze	1 238			

Druhá fáze je stejná jako u metody DCF entity. Je opět stanovena pro období od roku 2016. Opět vycházíme z pokračující hodnoty dle Gordonova vzorce a následným diskontováním. Výpočet výše volného peněžního toku pro druhou fázi je ponechán stejný jako u metody entity ($FCFE_{T+1} = 3\,003 \cdot 1,05 = 3\,153$). Kalkulovaná úroková míra je na úrovni nákladů vlastního kapitálu ve stejné výši jako v první fázi.

$$PH = 3\,153 / (0,1243 - 0,05) \text{ Kč} = 42\,438 \text{ tis.}$$

V následující tabulce je vypočtena hodnota druhé fáze diskontováním pokračující hodnoty. Sečtením obou fází získáme hodnotu vlastního kapitálu podniku.

Tab. 27 – Výpočet hodnoty podniku metodou DCF equity

Hodnota 1. fáze	1 238
Pokračující hodnota	42 438
Diskontní míra 2. fáze	12,43%
Tempo růstu 2. fáze	5,00%
Odúročitel 2. fáze	0,6259
Hodnota 2. fáze	26 561
Výsledná hodnota vlastního kapitálu	27 799

Výsledná hodnota vlastního kapitálu podniku stanovená dvoufázovou metodou DCF equity je **27 799 tis. Kč**. Tato hodnota se příliš neliší od výše vlastního kapitálu vypočtené metodou DCF entity. Je to způsobeno tím, že v posledním roce podnik nevyužívá bankovní úvěry a doplatil pouze nákladový úrok za využití kontokorentu, který je téměř zanedbatelnou částkou v obrazech firmy.

7.5.4 Ocenění metodou kapitalizovaných čistých výnosů – paušální metoda

Výnosové metody patří mezi jedny z nejjednodušších. Jsou počítány z výnosů pro držitele vlastního kapitálu a výsledkem je tedy přímo hodnota vlastního kapitálu.

Tato metoda je v praxi velmi často používána a je jednou z nejjednodušších metod pro přímé stanovení hodnoty podniku. Vychází z analýzy výsledků podniku za poslední 4 roky. Podstata paušální metody spočívá v odvození trvale odnímatelného čistého výnosu.

Prvním krokem paušální metody je úprava minulých hospodářských výsledků před zdaněním o odpisy, finanční výnosy, tržby z prodeje DHM a jeho zůstatkovou cenu a o mimořádné výnosy a náklady (viz. Tab. 28). Poté jsou hospodářské výsledky upraveny o inflaci pomocí bazických indexů vztažených k roku 2012. Bazický index vychází z vývoje míry inflace. Nejprve jsou stanoveny řetězcové cenové indexy jako $1 + \text{inflace daného roku}$ a následně jsou vypočteny cenové indexy pro jednotlivé roky:

$$2012 = 1$$

$$2011 = 1 / (1 + I_{2011}) = 1 / (1 + 0,019) = 0,98$$

$$2010 = 1 / ((1 + I_{2011}) * (1 + I_{2010})) = 1 / ((1 + 0,019) * (1 + 0,015)) = 0,97$$

$$2009 = 1 / ((1 + I_{2011}) * (1 + I_{2010}) * (1 + I_{2009})) = \\ = 1 / ((1 + 0,019) * (1 + 0,015) * (1 + 0,01)) = 0,96$$

Přepočtem jsou získány upravené hospodářské výsledky o inflaci, které jsou pak vynásobeny váhami dle jednotlivých roků. Dále je vypočten trvale odnímatelný čistý výnos a to jako poměr součtu hospodářských výsledků upravených o inflaci * váhy k celkovému součtu vah a odečtením odpisů posledního roku. Odečtením 19 % daně získáme „Trvale odnímatelný čistý výnos po dani“ (viz. Tab. 28).

Tab. 28 – Výpočet Trvale odnímatelného čistého výnosu

Popis	Rok			
	2009	2010	2011	2012
Výsledek hospodaření před zdaněním	13 087	4 610	1 883	1 576
+ Odpisy	3 614	3 325	3 050	3 432
- Finanční výnosy	147	118	70	124
- Tržby z prodeje DM	71	809	126	489
+ Zůstatková cena prodaného DM	0	340	0	0
- Mimořádné výnosy	0	0	0	0
+ Mimořádné náklady	0	0	0	0
Upravený výsledek hospodaření (UVH)	16 483	7 348	4 737	4 395
Cenový index řetězový	1,010	1,015	1,019	1,000
Cenový index bazický k roku 2012	0,960	0,970	0,980	1,000
UVH upravený o inflaci (=UVH / bazický cenový index)	17 170	7 575	4 834	4 395
Váhy	1	2	3	4
UVH upravený o inflaci * váhy	17 170	15 151	14 501	17 580
Trvale odnímatelný čistý výnos před daní	3 008			
Daň z příjmu právnických osob	19%			
Trvale odnímatelný čistý výnos po dani	2 437			

Výsledná hodnota podniku je vypočtena dle vzorce, ve kterém použijeme vypočtený trvale odnímatelný čistý výnos po dani a kalkulovanou úrokovou míru stanovíme na úrovni nákladů vlastního kapitálu s odečtením odhadu dlouhodobé inflace.

$$\text{Kalkulovaná úroková míra} = 12,43 - 2,0 = 10,43 \%$$

Hodnota podniku = Trvale odnímatelný čistý výnos po dani / Kalkulovaná úroková míra
Hodnota podniku = 2 437 / 0,1043 = **23 365 tis. Kč**

Výsledná hodnota podniku založena na trvale odnímatelném čistém výnosu, vypočtená paušální metodou je **23 365 tis. Kč**.

7.5.5 Ocenění metodou kapitalizovaných čistých výnosů – analytická metoda

Analytická metoda patří rovněž mezi metody kapitalizovaných čistých výnosů. Je založena na budoucích prognózách jako metody předešlé. Vychází z plánu budoucích výsledků hospodaření podniku stanovených z výkazu Z/Z. I tato metoda je rovněž provedena ve dvou fázích.

Hodnota první fáze je vypočtena jako součet diskontovaných výsledků hospodaření z provozní činnosti pro roky 2012 až 2015. Druhá fáze vychází opět z odnímatelného čistého výnosu, který vypočteme stejným způsobem jako v předchozí metodě, ale pro roky 2012 – 2015. Hodnota čistého odnímatelného výnosu pro druhou fázi bude 1 931 tis. Kč. Hodnota druhé fáze je pak vypočtena pomocí vzorce pro věčnou rentu ($TČV/i_k$), která je vynásobena odůročitelem, jehož n-tá mocnina je dána délkou první fáze, tj. 4 roky. Výsledná hodnota podniku je pak dána součtem obou fází (viz. Tab. 29).

Tab. 29 – Výpočet hodnoty podniku analytickou metodou

Popis	Rok			
	2012	2013	2014	2015
Výsledek hospodaření	2 062	2 566	2 864	3 585
Odúročitel (r_e)	0,8894	0,7911	0,7036	0,6259
Hodnota 1. fáze v jednotlivých letech	1 834	2 030	2 015	2 244
Hodnota 1. fáze	8 123			
Hodnota 2. fáze	12 449			
Hodnota podniku	20 572			

Výsledná hodnota podniku vypočtená analytickou metodou odpovídá výši vlastního kapitálu **20 572 tis. Kč**.

7.5.6 Ocenění kombinovanou výnosovou metodou

Z důvodu působení finanční krize na chod podniku nemá ocenění samotnými výnosovými metodami až tak přesnou vypovídající schopnost. Pokud se totiž zaměříme na majetek společnosti, hodnota podniku je výrazně vyšší. Proto byla vybrána pro další ocenění metoda tzv. vážené střední hodnoty. Ta je kombinací vybrané výnosové metody a majetkového ocenění. Majetkové ocenění vychází ze substanční hodnoty, která byla stanovena odhadem.

7.5.6.1 Stanovení substanční hodnoty

Substanční hodnota je založena na principu reprodukčních cen. Reprodukční cena je cena, za kterou by bylo možné pořídit stejný majetek v době ocenění, bez odpočtu opotřebení. Cílem substanční metody je zjištění, kolik by stálo znovu vybudovat podnik za předpokladu jeho pokračování. Aktiva nejprve oceníme brutto hodnotou a poté odečteme závazky společnosti pro získání netto (substanční) hodnoty.

Ocenění vychází z rozvahy podniku pro rok 2012. V následující tabulce je uvedený kompletní přehled aktiv společnosti. Hodnoty jsou v tis. Kč.

Tab. 30 – Přehled aktiv společnosti pro stanovení substanční hodnoty

AKTIVA SPOLEČNOSTI			
Popis	Pořizovací cena (brutto)	korekce	Zůstatková účetní cena (netto)
Dlouhodobý majetek	28 539	-22 332	6 234
Dlouhodobý nehmotný majetek	214	-241	0
Software	214	-241	0
Dlouhodobý hmotný majetek	28 187	-22 091	6 096
Pozemky	1 383	0	1 383
Stavby	3 344	-1 805	1 539
Samostatné věci movité	22 426	-20 015	2 411
Jiný dlouhodobý hmotný majetek	1 034	-271	763
Dlouhodobý finanční majetek	138	0	138
Podíly	138	0	138
Oběžná aktiva	80 256	-12	80 244
Zásoby	22 212	0	22 212
Nedokončená výroba	22 212	0	22 212
Dlouhodobé pohledávky	700	0	700
Pohledávky - ovládaná osoba	700	0	700
Krátkodobé pohledávky	34 853	-12	34 841
Pohledávky z obchodních vztahů	30 747	-12	30 735
Stát - daňové pohledávky	1 918	0	1 918
Krátkodobé poskytnuté zálohy	2 158	0	2 158
Dohadné účty aktivní	30	0	30
Jiné pohledávky	0	0	0
Krátkodobý finanční majetek	22 491	0	22 491
Peníze	514	0	514
Účty v bankách	21977	0	21977
Časové rozlišení	481	0	481
Náklady příštích období	481	0	481

Stavby a pozemky

V těchto položkách má podnik uloženo zhruba 5 mil. Kč. Jedná se především o sídlo společnosti a parkovací a skladovací prostory. Přesný seznam tohoto majetku není k dispozici, proto je přecenění stanoveno procentním navýšením tohoto majetku.

Pomocný výpočet:

Popis	Pořizovací cena	% navýšení	Přeceněná cena
Pozemky	1 383	5	1 452
Stavby	3 344	5	3 511
Jiný dlouhodobý majetek	1 034	0	1 034
Celkem			5 997

Samostatné věci movité

V rámci této položky jsou zařazeny stroje, automobily, zařízení a drobný hmotný majetek. Je předpokládáno, že všechny tyto věci mají standardní opotřebení, jehož hodnota vychází ze součinu těchto základních indexů:

I_{FO} index fyzického opotřebení (zvolen 0,7 – standardní opotřebení)

I_{TZ} index technické zastaralosti (snižuje prodejnost, zvolen 0,7)

I_V index využití (zvolen 0,9)

I_I index inflace – inflace pro daný rok ve výši 3,3

Pomocný výpočet:

Popis	Pořizovací cena	Index	Přeceněná cena
Samostatné věci movité	22 426	0,15	2 996

Zásoby

Veškerou část položky zásob tvoří v podniku nedokončená výroba. Jedná se o rozestavěné stavby a projektovou činnost. Tato položka nebude žádným způsobem změněna a zůstane ve výši 22 212 tis. Kč.

Pohledávky

Pohledávky jsou ve struktuře majetku pro podnik nejdůležitější položkou. Největší část z nich tvoří pohledávky z obchodních vztahů. Ty byly dle přílohy účetní závěrky rozčleněny na pohledávky ve lhůtě splatnosti a po splatnosti. Pohledávky po splatnosti byly poníženy o inflaci.

Pomocný výpočet:

Popis	Cena	Index	Přeceněná cena
Ve lhůtě splatnosti	20 779	1	20 779
Po splatnosti	9 968	0,97	9 669
Celkem			30 448

Zbylé položky aktiv

Zde jsou zahrnuty zbylé položky aktiv, které se nepřeceňují a budou započítány v původních hodnotách neovlivněných indexy změn.

Pomocný výpočet:

Popis	Účetní hodnota
Pohledávky - ovládaná osoba	700
Stát - daňové pohledávky	1 918
Krátkodobé poskytnuté zálohy	2 158
Peníze	514
Účty v bankách	21 977
Celkem	27 267

Součtem upravených položek aktiv společnosti získáme substanční brutto hodnotu.

Pomocný výpočet:

Substanční hodnota brutto:	
Dlouhodobý hmotný majetek	8 993
Zásoby	22 212
Pohledávky	30 448
Ostatní aktiva	27 267
Celkem	88 920

Pasiva společnosti

Ze strany pasiv podniku jsou započteny závazky společnosti a ostatní výdaje a výnosy příštích období.

Pomocný výpočet:

Popis	Účetní hodnota
Dlouhodobé závazky	0
Krátkodobé závazky	23 472
Bankovní úvěry a výpomoci	0
Ostatní pasiva	311
Celkem	23 783

Konečná hodnota substanční hodnoty netto je vypočtena rozdílem substanční hodnoty netto, získané součtem aktiv společnosti, a pasiv společnosti, která mají formu závazků a výdajů.

Substanční hodnota netto je **65 137 tis. Kč**.

7.5.6.2 Výpočet kombinovanou metodou

Výpočet kombinovanou metodou vychází z vypočtené výnosové hodnoty (V) dle kapitalizovaných čistých výnosů a substanční hodnoty (S):

$$H = (V * x1 + S * x2) / (x1 + x2)$$

kde:

x1, x2 zvolené váhy jednotlivých hodnot (viz. Příloha 6)

Z výnosových metod je obvykle používána metoda kapitalizovaných čistých výnosů. Bohužel však v současné době je trh ovlivněn hospodářskou krizí a proto by minulé výsledky podniku nebyly pro výpočty současného a budoucího vývoje příliš reálné. Z toho důvodu byla použita metoda DCF entity, které je založena na prognózách.

$$H = (27\,823 * 5 + 65\,137 * 1) / (5 + 1) = 34\,042 \text{ tis. Kč}$$

Hodnota podniku vypočtená dle kombinované metody je **34 042 tis. Kč**.

7.5.7 Ocenění metodou účetní hodnoty vlastního kapitálu

Tato metoda má nejméně vypovídající schopnost. Z důvodu porovnání výsledných hodnot je však uvedena. Vychází z účetního výkazu rozvahy. Hodnota podniku je vyčíslena pomocí hodnoty netto vlastního kapitálu, který je roven účetní hodnotě vlastního kapitálu.

V případě ocenění podniku je účetní hodnota vlastního kapitálu **63 176 tis. Kč**.

7.5.8 Přehled výsledků ocenění

V předchozích kapitolách bylo provedeno několik metod ocenění podniku. Některé mají menší vypovídající schopnost a některé větší. Vše záleží na tom, za jakým účelem a pro koho je podnik oceňován. Zda nás zajímají výsledky podniku v předchozích letech, či prognózy do budoucna. Vzhledem k tomu, že situace na trhu není jistá a je velmi těžké stanovit, zda se trh rozběhne nebo bude stagnovat, proto jsou přesnější výpočty založeny na skutečnostech.

V tabulce jsou shrnuty výsledky ocenění podniku použitými metodami:

Tab. 31 – Výsledné hodnoty podniku dle použitých metod

METODA	HODNOTA PODNIKU
Metoda KČV - analytická	20 572 000 Kč
Metoda KČV - paušální	23 365 000 Kč
Metoda DCF equity	27 799 000 Kč
Metoda DCF entity	27 823 000 Kč
Kombinovaná výnosová metoda	34 042 000 Kč
Účetní hodnota vlastního kapitálu	63 176 000 Kč
Odhad substanční hodnoty	65 137 000 Kč

7.6 SROVNÁNÍ OCEŇOVANÉHO PODNIKU V RÁMCI REGIONU

V rámci srovnání oceňovaného podniku s konkurencí v regionu byly vybrány firmy se stejným zaměřením, stejným počtem zaměstnanců a zhruba stejně dlouhé doby působení na trhu. V rámci srovnání výsledků firmy byly vyčísleny hospodářské výsledky za rok 2012. Doufejme, že tento rok lze považovat jako zlomový. Hospodářská krize se dle odborných předpokladů již ustálila a dojde k postupnému rozběhnutí stavebního trhu.

Jako konkurenční firmy pro podnik Rapos spol. s r.o. byly vybrány: Syner Morava a.s., BS Vsetín s.r.o. a Tufír spol. s r.o. Porovnání je znázorněno v následující tabulce (viz. Tab. 32)

Tab. 32 – Modelování regionálně konkurenčního prostředí

Podnik	RAPOS spol. s r.o.	Tufír spol. s r.o.	BS Vsetín s.r.o.	Syner Morava a.s.
Založen	1992	1996	1993	1990
Počet zaměstnanců	80	60	100	120
Základní kapitál	5 100	200	3 100	20 000
VH 2012	999	2 134	557	10 063
Účetní hodnota vlastního kapitálu	63 176	42 487	25 671	24 938

V rámci regionálního srovnání s vybranými stavebními firmami si podnik Rapos spol. s r.o. vede průměrně. Firma Tufír spol. s r.o. má menší počet zaměstnanců a přitom výsledek hospodaření i ve zlomovém roce se pohyboval na slušné úrovni a byl dvojnásobný než u podniku Rapos. Společnost Syner Morava je větší a provádí výstavbu i mimo region, což je značné zvýhodnění. Proto je i výsledek hospodaření téměř desetinásobný.

U konkurenčních firem nebylo provedení stanovení hodnot dle jednotlivých metod. Byla pouze vyčíslena účetní hodnota vlastního kapitálu. Jak již bylo zmíněno, není tato hodnota příliš přesná, ale společně s hospodářským výsledkem nám umožní konkurenční srovnání podniků. Je patrné, že podniky s nižšími hospodářskými výsledky mají poměrně vysokou účetní hodnotu vlastního kapitálu. U menších firem je tendence financování z vlastních zdrojů. To je způsobeno především menším rozsahem zakázek. Společnost Syner Morava se liší právě využíváním bankovních úvěrů pro zakázky většího rozsahu. Je tedy zřejmé, že podnik Rapos spol. s r.o. je zdrženlivější ve využívání cizích zdrojů a tím je i méně citlivý na výkyvy finančního trhu.

Podnik Rapos spol. s r.o. by se pro zvýšení HV měl zaměřit především na své slabé stránky, které byly rozebrány v kapitole 7.2.3 SWOT analýza podniku. Jedná se především o rozšíření své působnosti i mimo Zlínský kraj a zlepšení dostupnosti sídla firmy, případně založení pobočky ve větším městě Zlínského kraje. V rámci celkového zhodnocení patří podnik Rapos ke středním firmám, v současné době bez existenčních problémů, kde se však již projevila vliv hospodářské krize. Celková hodnota podniku je poměrně vysoká a i v případě dalšího poklesu zakázek má podnik volné finanční prostředky a investice, které by mohl použít k pokrytí dočasné situace.

8 ZÁVĚR

Hlavním cílem diplomové práce bylo stanovení hodnoty podniku Rapos spol. s r.o., který se zabývá komplexní stavební výrobou. Ocenění bylo provedeno pro zjištění tržní hodnoty podniku a porovnání s konkurenčními firmami v rámci regionu. Bude sloužit jako zásadní zdroj informací pro majitele a ekonomické vedení v rámci plánování budoucího fungování a vývoje.

Před samotným oceněním byla provedena strategická analýza, finanční analýza a vypracován finanční plán očekávaného vývoje. Strategická analýza je zaměřena na vývoj vnějšího prostředí podniku (trh) a také na nejdůležitější vlivy uvnitř podniku. V závěru strategické analýzy jsou pomocí SWOT analýzy vyhodnoceny jeho silné a slabé stránky a možné příležitosti a hrozby. Z těchto analýz můžeme předpokládat, že postavení podniku Rapos spol. s r.o. na regionálním trhu je dobré. Firma má zde vybudovanou dobrou pověst a celou řadu kontaktů, důležitých pro získávání zakázek. Pomocí finanční analýzy bylo vyčísleno hospodaření podniku za posledních 5 let jeho působení na stavebním trhu. Z těchto analýz vyplynulo, že současná situace není úplně ideální. Podepsal se na ní vliv finanční krize, díky níž se dostalo stavebnictví do útlumu. Podle budoucích předpokladů a prognóz by se však měla již situace zlepšit a poté ustálit na pro podnik výhodnějších hospodářských výsledcích.

Finanční plán nastiňuje budoucnost podniku v následujících třech letech, během nichž je předpokládán pozvolný nárůst tržeb společnosti zhruba o 1,5-2,0%. Zde však nastává mírný problém ve stanovení opravdu přesných prognóz a to z důvodu malého množství dostupných informací o vývoji trhu v ČR.

Pro vlastní ocenění bylo použito několik metod. Z výnosových metod se jedná o metody diskontovaných peněžních toků entity a equity a metodu kapitalizovaných čistých výnosů analytickou a paušální. Poslední provedenou metodou byla metoda kombinovaná ve tvaru vážené střední hodnoty. V závěru je pro srovnání ještě stanovena účetní hodnota vlastního kapitálu, která však nemá příliš přesnou vypovídající schopnost.

Finanční krize se promítla do výsledné zjištěné hodnoty podniku, která nabývá dle jednotlivých metod 20 572 tis. - 34 042 tis. Kč. Přitom účetní hodnota vlastního kapitálu dle substanční hodnoty je 65 137 tis. Kč. Výsledky ocenění podniku nejsou dle očekávání a to z důvodu působení finanční krize. Na druhou stranu má podnik Rapos spol. s r.o. vysoké a poměrně stabilní finanční zdraví bez zatížení bankovními úvěry.

O to lépe se při zlepšení situace na trhu bude podnik dále rozvíjet a v případě potřeby bude ze strany banky přístupnější k provozním úvěrům.

Závěrem je vhodné zmínit se o velkém množství zkušeností a již dlouholeté praxi v podnikání ze strany majitelů, kvalifikovaných pracovních a kontaktech, které mají také podstatnou hodnotu, ale nezahrnutou v ocenění podniku.

9 SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY

- [1] **MAŘÍK, M. a kol.** *Metody oceňování podniku. Proces ocenění, základní metody a postupy.* 3. upravené a rozšířené vyd. Praha: nakladatelství EKOPRESS s.r.o. 2011. 494 s. ISBN 978-80-86929-67-5.
- [2] **MAŘÍK, M.** *Určování hodnoty firem.* 1. vyd. Praha: nakl. EKOPRESS s.r.o. 1998. 206 s. ISBN 80-86119-09-2.
- [3] **KISLINGEROVÁ, E.** *Oceňování podniku.* 1. vyd. Praha: nakladatelství C.H.BECK. 1999. 304 s. ISBN 80-7179-227-6.
- [4] **JAMRIŠKOVÁ, I.** *Analýza finanční situace stavebního podniku.* Brno: Vysoké učení technické v Brně. Fakulta stavební. Ústav stavební ekonomiky a řízení. 2012. 58 s. Bakalářská práce. Vedoucí práce: Ing. Marta Hroníková.
- [5] **RAPOS, spol. s r.o.** *Představení společnost.* [online]. 2013. [citováno 2013-01-03] Dostupné na: <http://www.rapos.cz/cz/o-spolecnosti/predstaveni-spolecnosti>
- [6] **STÁTNÍ DLUHOPISY.** *Výnosnost dluhopisů.* [online]. 2013. [citováno 2013-01-07] Dostupné na: <http://www.penize.cz/dluhopisy/244529-statni-sporici-dluhopisy-letos-nadeluje-santa-kalousek>
- [7] **WIKIPEDIA.** *Index PX.* [online]. 2013. [citováno 2013-01-07] Dostupné na: http://cs.wikipedia.org/wiki/Index_PX
- [8] **KURZY CZ.** *Stavebnictví – vývoj tržeb ve stavebnictví.* [online]. 2013. [citováno 2013-01-08] Dostupné na: <http://www.kurzy.cz/makroekonomika/stavebnictvi/>

10 SEZNAM OBRÁZKŮ

- Obrázek 1 – Hlavní funkce oceňování podle Kolínské školy (str. 11)
Obrázek 2 – Obecné schéma postupu ocenění podniku (str. 14)
Obrázek 3 – Analýza vývoje potenciálu podniku (str. 15)
Obrázek 4 – Přehled základních metod pro oceňování podniku (str. 28)
Obrázek 5 – Schéma výpočtu FCFF (str. 31)
Obrázek 6 – Schéma výpočtu FCFE (str. 33)
Obrázek 7 – Schéma organizační struktury podniku (str. 46)

11 SEZNAM GRAFŮ

- Graf 1 – Vývoj sazby daně z příjmu právnických osob (str. 49)
Graf 2 – Vývoj tempa růstu HDP (str. 50)
Graf 3 – Meziroční vývoj indexu stavební výroby (str. 51)
Graf 4 – Vertikální analýza aktiv (str. 56)
Graf 5 – Vertikální analýza pasiv (str. 56)
Graf 6 – Ukazatelé rentability (str. 59)
Graf 7 – Ukazatelé doby obratu (str. 63)

12 SEZNAM TABULEK

- Tabulka 1 – Vybrané makroekonomické ukazatele (str. 50)
- Tabulka 2 – SWOT analýza podniku (str. 53)
- Tabulka 3 – % změna položek rozvahy v horizontální analýze (str. 55)
- Tabulka 4 – % změna položek výkazu ZaZ v horizontální analýze (str. 55)
- Tabulka 5 – Ukazatel rentability aktiv (str. 57)
- Tabulka 6 – Ukazatel rentability vlastního kapitálu (str. 58)
- Tabulka 7 – Ukazatel rentability tržeb (str. 58)
- Tabulka 8 – Obrat celkových aktiv (str. 60)
- Tabulka 9 – Obrat zásob (str. 60)
- Tabulka 10 – Doba obratu zásob (str. 61)
- Tabulka 11 – Doba obratu pohledávek (str. 62)
- Tabulka 12 – Doba obratu krátkodobých závazků (str. 63)
- Tabulka 13 – Běžná likvidita (str. 64)
- Tabulka 14 – Pohotová likvidita (str. 65)
- Tabulka 15 – Okamžitá likvidita (str. 65)
- Tabulka 16 – Celková zadluženost (str. 66)
- Tabulka 17 – Dlouhodobá zadluženost (str. 67)
- Tabulka 18 – Běžná zadluženost (str. 67)
- Tabulka 19 – Úrokové krytí (str. 68)
- Tabulka 20 – Altmanův index (str. 69)
- Tabulka 21 – Plánovaný výkaz Z a Z (str. 76)
- Tabulka 22 – Plánovaná aktiva podniku (str. 78)
- Tabulka 23 – Plánovaná pasiva podniku (str. 81)
- Tabulka 24 – Výpočet hodnoty 1. fáze DCF entity (str. 84)
- Tabulka 25 – Výpočet hodnoty podniku metodou DCF entity (str. 85)
- Tabulka 26 – Výpočet hodnoty 1. fáze DCF equity (str. 86)
- Tabulka 27 – Výpočet hodnoty podniku metodou DCF equity (str. 87)
- Tabulka 28 – Výpočet trvale odnímatelného čistého výnosu (str. 88)
- Tabulka 29 – Výpočet hodnoty podniku analytickou metodou (str. 90)
- Tabulka 30 – Přehled aktiv společnosti pro stanovení substanční hodnoty (str. 91)
- Tabulka 31 – Výsledné hodnoty podniku dle použitých metod (str. 95)
- Tabulka 32 – Modelování regionálně konkurenčního prostředí (str. 96)

13 SEZNAM PŘÍLOH

Příloha 1 – Rozvaha podniku RAPOS, spol. s r.o. v jednotlivých letech

(k 30.4.2009, 30.4.2010, 30.4.2011, 30.4.2012 a 30.4.2013)

Příloha 2 – Výkaz zisku a ztráty podniku RAPOS, spol. s r.o. v jednotlivých letech

(k 30.4.2009, 30.4.2010, 30.4.2011, 30.4.2012 a 30.4.2013)

Příloha 3 – Horizontální analýza rozvahy a výkazu zisku a ztráty

Příloha 4 – Vertikální analýza rozvahy

Příloha 5 – Tabulky pro stanovení koeficientu β

Příloha 6 – Určení váhy hodnoty

Příloha 1 – Rozvaha podniku RAPOS, spol. s r.o. v jednotlivých letech

Hodnoty jsou uvedeny v tis. Kč.

Ozn. a	AKTIVA b	Číslo řádku c	Rok				
			2008	2009	2010	2011	2012
	AKTIVA CELKEM (ř.2+3+31+63)	001	103 506	97 892	100 495	110 392	86 959
B.	Dlouhodobý majetek (ř.4+13+23)	003	15 242	15 720	10 620	7 695	6 234
B.I.	Dlouhodobý nehm. majetek	004	0	0	0	0	0
3.	Software	007	0	0	0	0	0
6.	Jiný dlouhodobý nehm. majetek	010	0	0	0	0	0
B.II.	Dlouhodobý hmotný majetek	013	14 882	12 987	10 277	7 656	6 096
B.II.1.	Pozemky	014	1 383	1 383	1 383	1 383	1 383
2.	Stavby	015	1 998	1 859	1 562	1 454	1 539
3.	Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	016	10 420	8 542	6 166	4 036	2 411
6.	Jiný dlouhodobý hm. majetek	019	770	838	801	783	763
7.	Nedokončený dlouhodobý hm. majetek	020	311	365	365	0	0
B.III.	Dlouhodobý finanční majetek	023	360	2 733	343	39	138
B.III.1.	Podíly v ovládaných a řízených osobách	024	360	2 733	343	39	138
C.	Oběžná aktiva (ř.32+39+48+58)	031	87 128	81 197	89 211	102 088	80 244
C.I.	Zásoby	032	22 911	11 253	22 871	25 255	22 212
2.	Nedokončená výroba a polotovary	034	22 911	11 253	22 871	25 255	22 212
C.II.	Dlouhodobé pohledávky	039	700	700	700	700	700
2.	Pohledávky - ovládající a řídící osoba	041	700	700	700	700	700
C.III.	Krátkodobé pohledávky	048	61 576	59 249	59 806	74 469	34 841
C.III.1.	Pohledávky z obchodních vztahů	049	55 206	52 454	52 224	68 180	30 735
6.	Stát - daňové pohledávky	054	4 473	3 778	1 530	3 000	1 918
7.	Krátkodobé poskytnuté zálohy	055	1 882	2 988	3 282	2 934	2 158
8.	Dohadné účty aktivní	056	15	29	15	10	30
9.	Jiné pohledávky	057	0	0	0	345	0
C.IV.	Krátkodobý finanční majetek	058	22 966	1 941	9 995	1 664	22 491
C.IV.1.	Peníze	059	590	558	1 021	930	514
2.	Účty v bankách	060	22 376	1 383	8 974	734	21 977
D.I.	Časové rozlišení	063	1 062	1 136	975	609	481
D.I.1.	Náklady příštích období	064	1 062	1 136	975	609	481

Ozn. a	PASIVA b	Číslo řádku c	Rok				
			2008	2009	2010	2011	2012
	PASIVA CELKEM (ř.68+85+118)	067	103 506	97 892	100 495	110 392	86 959
A.	Vlastní kapitál (ř.69+73+78+81+84)	068	56 911	66 973	70 187	65 019	63 176
A.I.	Základní kapitál	069	5 100	5 100	5 100	5 100	5 100
A.I.1.	Základní kapitál	070	5 100	5 100	5 100	5 100	5 100
A.II.	Kapitálové fondy	073	-6 140	-6 167	-6 157	-6 461	-6 362
A.III.	Rezervní fondy, nedělitelní fond a ostatní fondy ze zisku	078	510	510	510	510	-6 362
A.III.1.	Zákonný rezervní fond	079	510	510	510	510	510
A.IV.	VH minulých let	081	47 710	57 441	67 390	64 736	510
A.IV.1.	Nerozdělený zisk minulých let	082	47 710	57 441	67 390	64 736	62 929
A.V.	VH za běžné účetní období	084	9 731	10 089	3 344	1 134	999
B	Cizí zdroje (ř.86+91+102+114)	085	46 595	30 919	24 819	44 459	23 472
B.II.	Dlouhodobé závazky	091	0	0	0	0	0
4.	Závazky ke společníkům	095	0	0	0	0	0
B.III.	Krátkodobé závazky	102	46 595	30 919	18 113	42 537	23 472
B.III.1.	Závazky z obchodních vztahů	103	37 657	20 681	11 938	27 410	18 502
4.	Závazky ke společníkům	106	2	2	2	2	0
5.	Závazky k zaměstnancům	107	2 798	3 645	2 061	2 589	1 917
6.	Závazky ze soc. zabezpečení a zdrav. pojištění	108	1 565	2 087	1 145	1 465	1 056
7.	Stát - daňové závazky a dotace	109	2 965	3 486	117	357	708
8.	Krátkodobé přijaté zálohy	110	559	8	0	9 549	150
10.	Dohadné účty pasivní	112	764	848	2 850	979	1 044
11.	Jiné závazky	113	285	162	0	186	95
B.IV.	Bankovní úvěry a výpomoci	115	0	0	6 706	1 922	0
2.	Krátkodobé bankovní úvěry	117	0	0	6 706	1 922	0
C.I.	Časové rozlišení	119	0	0	5 489	914	311
C.I.1.	Výdaje příštích období	120	0	0	5 489	914	311

Příloha 2 – Výkaz zisku a ztráty podniku RAPOS, spol. s r.o. v jednotlivých letech

Hodnoty jsou uvedeny v tis. Kč.

Ozn. a	TEXT b	Číslo řádku c	Rok				
			2008	2009	2010	2011	2012
I.	Tržby za prodej zboží	001	36	40	43	34	46
A.	Náklady vynaložené na prodané zboží	002	38	32	39	38	38
+	Obchodní marže (ř.1-2)	003	-2	8	4	-4	8
II.	Výnosy (ř.5+6+7)	004	379 882	316 144	240 676	313 605	215 117
II.1	Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	005	365 639	327 801	229 059	311 220	218 161
2.	Změna stavu zásob vlastní činnosti	006	14 243	-11 657	11 617	2 385	-3 044
3.	Aktivace	007	0	0	0	0	0
B.	Výkonová spotřeba (ř.9+10)	008	304 319	237 338	182 681	258 999	169 079
B.1.	Spotřeba materiálu a energie	009	59 195	61 361	44 393	52 396	42 929
2.	Služby	010	245 124	175 977	138 288	206 603	126 150
+	Přidaná hodnota (ř.3+4-8)	011	75 561	78 814	57 999	54 602	46 046
C.	Osobní náklady (ř.13-16)	012	59 820	60 465	48 325	48 139	41 013
C.1.	Mzdové náklady	013	44 095	45 065	35 849	35 539	30 305
3.	Náklady na soc. zabezpečení a zdrav. pojištění	015	15 277	14 933	12 004	11 994	10 211
4.	Sociální náklady	016	448	458	472	606	497
D.	Daně a poplatky	017	399	623	547	481	409
E.	Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	018	1 803	3 614	3 325	3 050	2 432
II.	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu (ř.20+21)	019	284	71	809	126	489
II.1.	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	020	281	19	762	86	302
2.	Tržby z prodeje materiálu	021	3	52	47	40	187
G.	Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti	025	41	-319	-373	-374	-33
IV.	Ostatní provozní výnosy	026	797	799	444	644	294
H.	Ostatní provozní náklady	027	1 644	1 653	1 461	1 476	944
*	Provozní VH	030	12 935	13 657	5 663	2 909	2 062
X.	Výnosové úroky	042	188	147	118	70	124
N.	Nákladové úroky	043	75	13	56	213	7

Ozn. a	TEXT b	Číslo řádku c	Rok				
			2008	2009	2010	2011	2012
O.	Ostatní finanční náklady	045	724	704	1 115	891	603
*	Finanční VH	048	-611	-570	-1 053	-1 026	-486
Q.	Daň z příjmů za běžnou činnost (ř.50+51)	049	2 593	2 998	1 266	749	577
Q.1.	splatná	050	2 593	2 998	1 266	749	577
**	VH za běžnou činnost	052	9 731	10 089	3 344	1 134	999
***	VH za účetní období	060	9 731	10 089	3 344	1 134	999
****	VH před zdaněním	061	12 324	13 087	4 610	1 883	1 576

Příloha 3 – Horizontální analýza rozvahy a výkazu zisku a ztráty

Hodnoty jsou uvedeny v tis. Kč.

Rozvaha

Položka rozvahy	2008	2009		2010		2011		2012	
	tis. Kč	tis. Kč	% změna	tis. Kč	% změna	tis. Kč	% změna	tis. Kč	% změna
DNM	0	0	0	0	0	0	0	0	0
DHM	14 882	12 987	12,7	10 277	20,9	7 656	25,5	6 096	20,4
DFM	360	2 733	659,2	343	87,4	39	88,6	138	253,8
Celkem SA	15 242	15 720	3,1	10 620	-32,4	7 695	-27,5	6 234	-19,0
Zásoby	22 911	11 253	50,9	22 871	103,2	25 255	10,4	22 212	12,0
D pohledávky	700	700	0	700	0	700	0	700	0
K pohledávky	61 576	59 249	3,8	59 806	0,9	74 469	24,5	34 841	53,2
KFM	1 941	9 995	414,9	5 834	41,6	1 664	71,5	22 491	1251,6
Celkem OA	87 128	81 197	-6,8	89 211	9,9	102 088	14,4	80 244	21,4
Časové rozlišení	1 136	975	14,2	664	31,9	609	8,3	481	21,0
Aktiva celkem	103 506	97 892	-5,4	100 495	2,7	110 392	9,8	86 959	-21,2
Základní kapitál	5 100	5 100	0	5 100	0	5 100	0	5 100	0
Kapitálové fondy	-6 140	-6 167	0,4	-6 157	0,2	-6 461	4,9	-6 362	1,5
Rezervní fondy	510	510	0	510	0	510	0	510	0
VH min. let	47 710	57 441	20,4	67 390	17,3	64 736	3,9	62 929	2,8
VH běž. Období	9 731	10 089	3,7	3 344	-66,9	1 134	66,1	999	11,9
Vlastní kapitál	56 911	66 973	17,7	70 187	4,8	65 019	-7,4	63 176	-2,8
K závazky	46 595	30 919	33,6	18 113	41,4	42 537	134,8	23 472	44,8
Bank. Úvěry	0	0	0,0	6 706	100	1 922	71,3	0	100,0
Cizí zdroje	46 595	30 919	-33,6	24 819	-19,7	44 459	79,1	23 472	-47,2
Časové rozlišení	0	0	0,0	5 489	100	914	83,3	311	66,0
Pasiva celkem	103 506	97 892	-5,4	100 495	-2,6	110 392	9,8	86 959	-21,2

Výkaz zisku a ztráty

Položka výkazu Z/Z	2008	2009		2010		2011		2012	
	tis. Kč	tis. Kč	% změna	tis. Kč	% změna	tis. Kč	% změna	tis. Kč	% změna
Tržby za prodej zboží	385 677	316 192	-18,0	240 719	-23,9	311 254	29,3	218 207	-29,9
Náklady na prodané zb.	378 920	237 370	37,4	182 720	23,0	259 037	41,8	169 117	34,7
Přidaná hodnota	75 561	78 822	4,3	57 999	26,4	54 602	5,9	46 046	15,7
Osobní náklady	59 820	60 456	1,1	48 325	20,0	48 139	0,4	41 013	14,8
Odpisy	1 803	3 614	100,4	3 325	8,0	3 050	8,3	2 432	20,3
Ostatní provozní náklady	448	1 653	269,0	1 461	11,6	481	67,1	409	15,0
Celkové provozní náklady	59 820	65 723	9,9	53 111	19,2	51 670	2,7	43 854	15,1
Tržby u prodeje DM	284	71	75,0	809	1039,4	126	84,4	489	288,1
Provozní VH	12 935	13 657	5,6	5 663	-58,5	2 909	-48,6	2 062	-29,1
Výnosy z DM	188	147	21,8	118	19,7	70	40,7	124	77,1
Nákladové úroky	75	13	82,7	56	-330,8	213	280,4	7	96,7
Ostatní finanční náklady	724	704	2,8	1 115	-58,4	8	99,3	0	100,0
VH z finančních operací	-311	-570	-83,3	-1 053	-84,7	-1 026	2,6	-486	52,6
Daň z příjmů za běž. čin.	2 593	2 998	15,6	1 266	57,8	749	40,8	577	23,0
VH za účetní období	9 731	10 089	3,7	3 344	-66,9	1 134	-66,1	999	-11,9

Příloha 4 – Vertikální analýza rozvahy

Hodnoty jsou uvedeny v tis. Kč.

Položka rozvahy	2008		2009		2010		2011		2012	
	tis. Kč	%	tis. Kč	%	tis. Kč	%	tis. Kč	%	tis. Kč	%
DNM	0	0	0	0	0	0	0	0,0	0	0,0
DHM	14 882	14,4	12 987	13,3	10 277	10,2	7 656	6,9	6 096	7,0
DFM	360	0,3	2 733	2,8	343	0,4	39	0,0	138	0,2
Celkem SA	15 242	14,7	15 720	16,1	10 620	10,6	7 695	7,0	6 234	7,2
Zásoby	22 911	22,1	11 253	11,5	22 871	22,8	25 255	22,9	22 212	25,5
D pohledávky	700	0,7	700	0,7	700	0,7	700	0,6	700	0,8
K pohledávky	61 576	59,5	59 249	60,5	59 806	59,5	74 469	67,5	34 841	40,1
KFM	1 941	1,9	9 995	10,2	5 834	5,8	1 664	1,5	22 491	25,9
Celkem OA	87 128	84,2	81 197	82,9	89 211	88,8	102 088	92,5	80 244	92,3
Časové rozlišení	1 136	1,1	975	1	664	0,6	609	0,6	481	0,6
Aktiva celkem	103 506	100	97 892	100	100 495	100	110 392	100	86 959	100
Základní kapitál	5 100	4,9	5 100	5,2	5 100	5,2	5 100	4,6	5 100	5,9
Kapitálové fondy	-6 140	-5,9	-6 167	-5,8	-6 157	-5,9	-6 461	-5,9	-6 362	-7,3
Rezervní fondy	510	0,5	510	0,5	510	0,001	510	0,5	510	0,6
VH min. let	47 710	46,1	57 441	58,7	67 390	67,2	64 736	58,6	62 929	72,4
VH běž. Období	9 731	9,4	10 089	10,3	3 344	3,3	1 134	1,0	999	1,1
Vlastní kapitál	56 911	55,0	66 973	68,4	70 187	69,8	65 019	58,9	63 176	72,7
K závazky	46 595	45,0	30 919	31,6	18 113	18	42 537	38,5	23 472	27,0
Bank. Úvěry	0	0,0	0	0	6 706	6,7	1 922	1,7	0	0,0
Cizí zdroje	46 595	45,0	30 919	31,6	24 819	24,7	44 459	40,3	23 472	27,0
Časové rozlišení	0	0,0	0	0	5 489	5,5	914	0,8	311	0,4
Pasiva celkem	103 506	100	97 892	100	100 495	100	110 392	100	86 959	100

Příloha 5 – Tabulky pro stanovení koeficientu β

Výše odhadu rizik je stanovena dle následujících tabulek. [1]

OR – přírážka za systematické obchodní riziko

třída systematického obchodního rizika		riziková úprava β (OR)
1	nejnižší	-0,5
2		-0,25
3	střední	0
4		0,25
5	vysoké	0,5

FR – přírážka za systematické finanční riziko

Zadlužení společnosti (CK/VK)	riziková úprava β (FR)
0%	-0,2
20%	-0,1
40%	0
60%	0,1
80%	0,2
100%	0,3
120%	0,4
140%	0,5

Příloha 6 – Určení váhy hodnoty

Váhu určíme jako rozdíl mezi substanční a zvolenou výnosovou hodnotou. Pokud je výnosová hodnota nižší než hodnota substanční, stanovíme váhy následovně [3]:

R = substance - výnos	Hodnota výnosu x1	Hodnota substance x2	x1 + x2
R > 40%	5	1	6
40% > R > 30%	4	1	5
30% > R > 20%	3	1	4
20% > R > 10%	2	1	3
10% > R > 0%	1	1	2
R < 0%	1	1	2